

COMMENTARIO T.U.F.  
DECRETO LEGISLATIVO 24 FEBBRAIO 1998, N. 58  
E SUCCESSIVE MODIFICAZIONI

Tomo I - Artt. 1-101

*a cura di*  
Francesco Vella



G. Giappichelli Editore – Torino

© Copyright 2012 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO  
LINEA PROFESSIONALE - TORINO  
VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111 - FAX 011-81.25.100  
<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 978-88-7524-222-0 (Due tomi indivisibili)

*Composizione:* Voxel Informatica s.a.s. - Chieri (To)

*Stampa:* Stampatre s.r.l. - Torino

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail [autorizzazioni@clearedi.org](mailto:autorizzazioni@clearedi.org) e sito web [www.clearedi.org](http://www.clearedi.org).

*Casi di inapplicabilità*

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.

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.

SOMMARIO: 1. L'evoluzione della normativa. - 2. Le eccezioni basate sulla figura del destinatario. - 3. Le eccezioni dimensionali. - 4. Le eccezioni basate sulla natura dei prodotti offerti. - 5. Le eccezioni parziali.

Comento di  
Marco Palmieri

1. L'articolo in commento traccia, in negativo, i confini di applicazione della disciplina

dell'offerta di sottoscrizione e di vendita di prodotti finanziari<sup>1</sup>.

L'attuale testo della norma, modificato a seguito dell'intervento operato dall'art. 3, d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51, appare più ampio rispetto alla precedente versione, pur lasciando ancora larghi spazi alla regolamentazione secondaria predisposta dalla Consob. Quest'ultima aveva avuto un ruolo fondamentale nell'arricchire le poche eccezioni che la disciplina anteriore al Tuf disponeva espressamente al riguardo della natura di determinati strumenti finanziari. Attraverso un'opera di analisi della *ratio* della disciplina in tema di sollecitazione all'investimento la Commissione aveva finito per escludere, a mezzo del previgente Reg. Consob n. 6430 del 26 agosto 1992, la necessità dell'applicazione di tali norme a fronte delle operazioni che rivestissero il carattere di un c.d. *private placement*, nonché nei confronti dei soggetti dotati di una sufficiente professionalità e, pertanto, non bisognosi di una tutela specifica<sup>2</sup>.

Le soluzioni a cui era pervenuta la Commissione erano state successivamente accolte nel Tuf a mezzo dell'articolo in commento e riprodotte nel testo emendato nel 2007. Il legislatore comunitario è poi intervenuto operando varie modifiche alla c.d. direttiva Prospetto (direttiva 2003/71/CE)<sup>3</sup>, che sono

<sup>1</sup> Il perimetro si completa a mezzo della definizione di «offerta al pubblico di prodotti finanziari» contenuta nell'art. 1, comma 1, lett. *t*), letta unitamente alla definizione di «prodotti finanziari» contenuta nella successiva lett. *u*), che esclude specificatamente dal novero dei prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari, e dall'art. 205 Tuf, che si occupa di escludere le quotazioni di prezzi effettuate in mercati regolamentati. Per un'analisi della norme citate si rinvia, oltre che ai relativi commenti, anche a RIGHINI, *L'offerta*, 443; POLI, *L'offerta*, 891; F. ANNUNZIATA, *Le offerte*, 621 ss. Per un'analisi delle suddette definizioni nella versione precedente alle modifiche operate dall'art. 3, d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303 e dall'art. 2, 28 marzo 2007, n. 51, cfr. PEDERZINI, *Art. 100*, 840 s.

<sup>2</sup> Per un'analisi della disciplina, nonché sul problema della discussa legittimità della delibera 26 agosto 1992, n. 6430, assunta nell'assenza di una indicazione legislativa in merito, cfr. ANNUNZIATA, *Art. 100*, 149 ss.

<sup>3</sup> Cfr. le direttive 2008/11/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'11 marzo 2008, 2010/73/UE e 2010/78/UE del Parlamento europeo e del Consiglio

state recentemente recepite dal legislatore nazionale: esse non appaiono, comunque, incidere sull'assetto normativo iniziale, incentrato su un triplice ordine di eccezioni all'obbligo di pubblicazione del prospetto, imperniate, rispettivamente, sulle qualità dei soggetti destinatari della sollecitazione, sulle dimensioni dell'operazione e sulla natura dei prodotti offerti.

Ad oggi quest'ultimo insieme di ipotesi derogatorie – regolato sin dall'origine – risulta essere ancora il più complesso. In esso, in particolare, trova ora una più compiuta disciplina l'eccezione dei titoli emessi dagli istituti bancari, sui quali era intervenuto l'art. 11, comma 2, lett. *b*), l. 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. legge a tutela del risparmio), che aveva provveduto ad abrogare la lett. *f*) del precedente testo della norma in esame, che escludeva l'obbligo della pubblicazione di un prospetto nella sollecitazione all'investimento attuata a mezzo dell'offerta di prodotti bancari ed assicurativi<sup>4</sup>. Come si potrà vedere nel prosieguo, tale eccezione è stata in parte ripristinata.

Per completare il quadro introduttivo occorre, infine, evidenziare come una delimitazione sostanziale della applicabilità della disciplina in tema di offerta di prodotti finanziari in vendita o in sottoscrizione sia stata operata, da ultimo, dalla Consob con riguardo ai prodotti scambiati dagli internalizzatori sistematici nonché dai sistemi multilaterali di negoziazione, in attuazione della delega attribuita dal legislatore nell'art. 205 Tuf<sup>5</sup>, nor-

entrambe del 24 novembre 2010. In particolare le modifiche più rilevanti sono state operate dalla direttiva 2010/73/UE. Queste ultime sono state recepite tramite le modifiche operate dalla Consob al reg. Emittenti. Le stesse saranno richiamate ed esaminate nelle note successive. Si deve, inoltre, segnalare che il Ministero dell'Economia e delle finanze ha pubblicato, ai fini di una pubblica consultazione la cui scadenza è stata fissata il 20 maggio 2012, uno schema di decreto legislativo contenente alcune correzioni e integrazioni al recepimento delle suddette direttive, nel quale si propone di eliminare il richiamo alle p.m.i. racchiuso nel comma 1.

<sup>4</sup> Sui problemi che generava tale previsione cfr. CANNIZZARO, *Commento art. 99 e 100*, 571; STELLA RICHTER JR., *Obbligo di restituire*, 495 ss.

<sup>5</sup> Ai sensi dell'art. 2, comma 3, reg. Emittenti, fermi restando i casi di eccezioni contemplati dall'art. 100 Tuf, le quotazioni di prezzi immesse nei sistemi multila-

ma che già escludeva espressamente, nella versione precedente al recepimento della MiFID, che le offerte di acquisto e di vendita di prodotti finanziari effettuate in mercati regolamentati costituissero delle offerte al pubblico di prodotti finanziari<sup>6</sup>.

terali di negoziazione non sono considerate delle offerte al pubblico di strumenti finanziari purché i sistemi, tenuto conto del tipo di strumento negoziato, pubblico o privato, prima dell'inizio della negoziazione, un avviso che indichi le modalità con le quali sono accessibili al pubblico le informazioni sufficienti per permettere agli utenti di emettere un giudizio in materia di investimenti, tenuto conto sia della natura degli utenti che delle tipologie di strumenti negoziati [il testo è stato emendato dall'art. 1, comma 1, lett. a), delibera Consob 9 maggio 2012, n. 18214]. Sulle finalità di trasparenza perseguite dalla disciplina cfr. TAROLA, *Sistemi multilaterali di negoziazione*, 324 s.; ANNUNZIATA, *Le offerte*, 624 ss. Ai sensi del successivo comma 4 dell'art. 2 reg. Emittenti il documento informativo non è richiesto nei casi in cui l'offerta abbia ad oggetto strumenti finanziari che sono già stati offerti al pubblico tramite la pubblicazione di un prospetto redatto conformemente alle disposizioni comunitarie avvenuta non più di dodici mesi prima dell'ammissione alle negoziazioni in sistemi multilaterali di negoziazione o su internalizzatori sistematici, o che hanno costituito corrispettivo di un'o.p.s. per la quale è stato pubblicato un documento d'offerta negli ultimi dodici mesi ai sensi dell'art. 102 Tuf. Coerentemente con il dettato degli artt. 100 e 100-bis Tuf e della disciplina secondaria, i successivi commi, estendono la portata delle eccezioni. Il comma 6, in particolare, dispone che non costituisce offerta al pubblico di strumenti finanziari la quotazione di prezzi immessi nei sistemi multilaterali di negoziazione o quella effettuata da internalizzatori sistematici aventi ad oggetto i titoli di debito emessi da Stati membri dell'OCSE con rating di livello "investment grade" assegnato da almeno due primarie agenzie di rating, nonché gli strumenti finanziari, emessi anche da soggetti esteri purché negoziati in un mercato regolamentato italiano o di un altro Paese dell'Unione Europea, diffusi fra il pubblico in maniera rilevante ai sensi dell'art. 2-bis del reg. Emittenti o, comunque, già distribuiti presso il pubblico in un Paese dell'Unione Europea, a condizione che, in questo secondo caso, l'emittente o l'eventuale garante o la società controllante abbiano strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati dell'Unione Europea e che forniscano informativa periodica. Per un esame delle problematiche interpretative legate alla definizione di «primarie agenzie internazionali di classamento creditizio (rating)» contenuta nell'art. 100-bis Tuf richiamato, si rinvia al commento dell'art. 4-bis Tuf. Per un esame delle incertezze legate alla definizione di rating di livello investment grade connesse al richiamo operato dal successivo comma 7, dell'art. 2 del reg. Emittenti ai commi 2 e 3 dell'art. 100-bis Tuf, si rinvia al commento di quest'ultimo articolo. Sulla responsabilità dell'intermediario per omessa indicazione del rating cfr. DEL GRECO, *L'informazione*, 172.

<sup>6</sup> Cfr. D'AMBROSIO, *Art. 100*, 931 s.

2. La lett. a) del comma 1 dell'articolo in commento esclude l'applicazione delle norme dettate in tema di offerta pubblica di vendita o sottoscrizione qualora la stessa sia rivolta agli investitori qualificati, comprendendo nel novero tanto le persone fisiche quanto le imprese di piccola o media dimensione individuate dalla Consob a mezzo della normativa regolamentare. La nuova formulazione della disposizione, indotta dalla legislazione europea<sup>7</sup>, ha sostituito il riferimento all'*investitore professionale*, figura sulla quale si fondava la precedente distinzione e che ricalcava, sulla base del richiamo al previgente comma 2 dell'art. 30 Tuf, la definizione di operatore qualificato adottata in ambito dei servizi di investimento contenuta nel comma 2 dell'art. 31 della delibera Consob 1° luglio 1998, n. 11522, ormai abrogato<sup>8</sup>.

I problemi che derivavano dalla non esaustività di quest'ultima disciplina avevano trovato una risposta nell'art. 34-ter, comma 1, lett. b), reg. Emittenti, che componeva assieme al successivo art. 34-quater una regolamentazione estremamente dettagliata della figura dell'investitore qualificato. La successiva introduzione della definizione di «cliente professionale» ad opera della direttiva del Parlamento e del Consiglio Europeo 2004/39/CE (normalmente indicata dall'acronimo inglese

<sup>7</sup> Non pare, infatti, che il concetto di impresa possa essere utilizzato per indicare i reali destinatari dell'offerta, giacché, più correttamente, questi saranno le persone fisiche o i rappresentanti o gli organi delle persone giuridiche o degli enti titolari dell'attività imprenditoriale. Sulla possibile modifica di tale comma *supra*, nota 3.

<sup>8</sup> La norma prevedeva che tali fossero considerati oltre agli intermediari finanziari autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento, alle Sgr, alle Sicav, ai fondi pensione, alle compagnie di assicurazione anche esteri, le società emittenti strumenti finanziari quotati sui mercati borsistici, gli intermediari finanziari iscritti nel registro generale – eventualmente non operanti nei confronti del pubblico – o in quello speciale ex artt. 106 e 107 Tuf, i promotori finanziari, i soggetti dotati dei requisiti necessari per il controllo o per lo svolgimento della attività di amministrazione o di direzione delle Sim, nonché, infine ogni società o altra persona giuridica in possesso di competenze specifiche ed esperienza attestata per iscritto dal proprio legale rappresentante. La previsione si era rivelata non scevra dal pericolo di abusi, stante la facilità con cui tali ultime dichiarazioni venivano rilasciate dai clienti, più o meno inconsapevolmente, agli intermediari all'atto della prestazione dei servizi richiesti.

MIFID)<sup>9</sup> aveva dato luogo, tuttavia, ad una sostanziale sovrapposizione delle due figure di investitore e cliente professionali. L'inutile duplicazione delle discipline è stata sanata a mezzo del recepimento della direttiva 2010/73/UE ad opera dell'art. 1, comma 1, lett. p), delibera Consob n. 18079 del 20 gennaio 2012, che, dal primo luglio 2012, ha sostituito l'elencazione contenuta nei punti da 1 a 5 della lett. b), comma 1, art. 34-ter e ha abrogato gli artt. 34-quater e 34-terdecies del reg. Emittenti (la delibera è stata successivamente modificata e corretta dalle delibere Consob 9 maggio 2012, n. 18210 e 18214).

Si è ottenuto in questo modo un uniforme criterio di ripartizione della clientela fondato sulle tre categorie di investitori introdotte dalla MiFID, ovvero i clienti professionali e le controparti qualificate – in rapporto di genere a specie – nonché, quale categoria residuale, i clienti al dettaglio, ossia tutti i soggetti che non possono (o non vogliono) essere fatti rientrare nelle precedenti classi di investitori [la definizione è contenuta nell'art. 26, comma 1, lett. e), reg. Intermediari]<sup>10</sup>.

Più nel dettaglio l'Allegato 3, § 1, punto 1, descrive la clientela professionale come un insieme di soggetti che possiedono l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per assumere consapevolmente le proprie decisioni in materia di investimenti e per valutare correttamente i rischi assunti. Ricalcando in parte quanto già disciplinato a mezzo dei previgenti n. da 1 a 5 dell'art. 34-ter, comma 1, lett. b), sono ricompresi «di diritto» in questa categoria, per tutti i servizi e gli strumenti di investimento, i soggetti italiani o esteri autorizzati o regolamentati per operare nei mercati finanziari, quali le banche, le imprese di investimento, gli altri istituti finanziari autorizzati o regolamen-

tati, le imprese di assicurazione, gli Oicr e le Sgr e i fondi pensione [lett. da a) a f)]. Ad essi la normativa derivata dalla MiFID aggiunge i negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci, i soggetti che svolgono esclusivamente il servizio di negoziazione per conto proprio su mercati di strumenti finanziari e che aderiscono indirettamente al servizio di liquidazione, nonché al sistema di compensazione e garanzia, gli altri investitori istituzionali non ricompresi nelle precedenti figure, oltre agli agenti di cambio [lett. da g) a l)]<sup>11</sup>. Il punto 3 del § 1 aggiunge alle categorie suddette anche gli investitori istituzionali la cui attività principale sia quella di investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie, compiendo un richiamo che appare in parte ridondante con quanto già previsto dal punto 1<sup>12</sup>.

Oltre ai soggetti predetti, il punto 2 del § 1 dell'Allegato 3 inserisce nella categoria della clientela professionale le imprese di grandi dimensioni che presentano a livello di singola

<sup>11</sup> L'attuale normativa appare più precisa rispetto al dettato contenuto nel previgente art. 34-ter, comma 1, lett. b), n. 1, reg. Emittenti. Quest'ultima norma ricomprendeva nella categoria degli «investitori qualificati» le persone giuridiche autorizzate o ammesse ad operare dalla disciplina di settore sui mercati finanziari, ricomprendendo esplicitamente le banche, le imprese di investimento, le imprese di assicurazione, gli Oicr, le Sgr e le società di gestione armonizzate, oltre ai fondi pensione e agli intermediari finanziari iscritti negli elenchi previsti dagli artt. 106, 107 e 113 Tub; risultavano parimenti esentate dall'obbligo della pubblicazione del prospetto le sollecitazioni all'investimento rivolte alle società finanziarie, sia italiane che estere, controllate da un ente creditizio italiano e sottoposte alla vigilanza prudenziale da parte della Banca d'Italia ex art. 18 Tub, nonché le fondazioni bancarie e le imprese la cui attività principale fosse consistita nel negoziare merci per conto proprio; infine risultavano escluse le entità non autorizzate, né regolamentate, aventi come esclusivo scopo sociale l'investimento in strumenti finanziari. Queste ultime, pur essendo racchiuse dal generico termine entità, sembrava dovessero essere intese quali persone giuridiche o quantomeno centri di imputazione giuridica autonomi rispetto alle persone fisiche che li componevano: il richiamo al concetto di scopo sociale sembrava svelarne la natura sostanziale di compagini sociali a scopo lucrativo.

<sup>12</sup> La prima parte della disposizione pare infatti sovrapporsi con la generica categoria degli altri investitori istituzionali già richiamata dalla lett. z) del punto 1 dell'Allegato.

<sup>9</sup> Recepita in forza della delega legislativa rilasciata dal legislatore italiano a favore della Consob con il d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, nell'art. 26, comma 1, lett. d), reg. Intermediari (delibera Consob 29 ottobre 2007, n. 16190) e la cui concreta definizione è contenuta nell'Allegato 3 del suddetto regolamento e nel decreto Min. Econ. Fin. 11 novembre 2011, n. 236, emanato ai sensi dell'art. 6, comma 2-sexies, Tuf per definire la figura del cliente professionale ente pubblico.

<sup>10</sup> Per un riepilogo delle differenze introdotte dalla MiFID cfr. MORERA, *I rapporti tra banca – cliente*, 42 ss.; FUMAGALLI, *Classificazione della clientela*, 219 ss.

società<sup>13</sup> almeno due fra i requisiti dimensionali fissati, ossia un totale di bilancio pari ad almeno venti milioni di euro, un fatturato netto pari a quaranta milioni di euro o un ammontare di fondi propri di almeno due milioni di euro.

Tutti i soggetti elencati potranno richiedere un trattamento quali clienti al dettaglio ed anche gli intermediari prestatori del servizio potranno decidere di fornire loro un livello più elevato di protezione. Solamente nei confronti delle imprese che superino i suddetti criteri dimensionali l'intermediario subirà l'onere di informare la controparte prima della prestazione di qualunque servizio che essa verrà considerata di diritto un cliente professionale sulla base delle informazioni possedute e che verrà trattata come tale, a meno di un differente accordo scritto che conceda una maggiore tutela, la cui richiesta è onere del cliente<sup>14</sup>.

All'opposto, il § 2 dell'Allegato 3 dispone che i clienti al dettaglio possano richiedere di essere trattati al pari della clientela professionale, se soddisfano almeno due fra le seguenti condizioni: aver effettuato operazioni di dimensioni significative<sup>15</sup> sul mercato in que-

stione con una frequenza media di dieci operazioni al trimestre nei precedenti dodici mesi, possedere un portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, superiore a cinquecentomila euro, oppure lavorare o aver lavorato nel settore finanziario per almeno un anno svolgendo delle mansioni o delle prestazioni che presuppongano la conoscenza della natura delle operazioni o dei servizi previsti<sup>16</sup>.

Requisiti analoghi sono richiesti dal decreto Min. Econ. Fin. 11 novembre 2011, n. 236, emanato in forza della delega contenuta

dell'art. 34-ter, comma 1, lett. b), reg. Emittenti, la disciplina in tema di offerta di prodotti finanziari non avrebbe dovuto trovare applicazione nei confronti delle imprese italiane di medio-piccola dimensione e delle persone fisiche residenti sul territorio nazionale che fossero risultate iscritte nel registro degli investitori qualificati disciplinato dal successivo art. 34-quater reg. Emittenti. Per potere essere inserite nell'archivio queste ultime, a differenza delle p.m.i., erano richieste di possedere requisiti sostanzialmente identici a quelli attualmente domandati: [ossia avere effettuato mediamente almeno dieci operazioni di dimensioni significative per trimestre nell'ultimo anno, aver posseduto un portafoglio in strumenti finanziari superiore a mezzo milione di euro, o aver lavorato per almeno un anno nel settore finanziario svolgendo funzioni che richiedono una conoscenza in strumenti finanziari ex art. 34-quater, comma 1, lett. b), n. da 1 a 3, reg. Emittenti, ormai abrogato]. Come per il passato, la disciplina attuale non definisce il criterio per individuare le operazioni significative. Un indice potrebbe essere rinvenuto nelle note dei prospetti riguardanti i fondi di investimento, ove un investimento è ritenuto significativo qualora lo stesso si collochi nella banda posta fra il 30% e il 50% del fondo. Si potrebbe sostenere che tali percentuali possano trovare applicazione anche rispetto al portafoglio di investimento del singolo investitore qualificato. Ciò significherebbe tuttavia, nel caso si tratti di soggetti non lavoratori nel campo finanziario, una movimentazione del portafoglio non indifferente, che si potrebbe adattare a strumenti finanziari destinati a speculazione di medio-breve termine, ma che non necessariamente sono caratteristiche di un investitore "evoluto". Sembra, dunque, che la valutazione della significatività delle operazioni, non potendo evidentemente essere valutata caso per caso, debba trovare una più precisa definizione ad opera della Consob.

<sup>16</sup> Rispetto alle persone giuridiche, la disciplina impone che tale valutazione sia condotta con riguardo alla persona fisica autorizzata ad effettuare le operazioni. In particolare si dispone che il possesso dei requisiti di professionalità previsti per dirigenti e amministratori dei soggetti autorizzati a norma delle direttive comunitarie nel settore finanziario possa essere considerato come un riferimento per valutare la competenza e le conoscenze del cliente. Il rilascio della dichiarazione è presieduto da una procedura articolata, che, per brevità, in questa sede ci si limita a richiamare.

<sup>13</sup> Si noti che il riferimento alla singola società esclude, contemporaneamente, che possano essere considerate imprese di grandi dimensioni quelle gestite da singole persone fisiche e che le dimensioni possano essere calcolate complessivamente rispetto ai gruppi societari sulla base del bilancio consolidato stilato dalla capogruppo.

<sup>14</sup> Questa abilità veniva ritenuta dal n. 4 dell'art. 34-ter, comma 1, lett. b), reg. Emittenti, essere connotata anche alle persone giuridiche che avessero superato almeno due dei tre criteri dimensionali fissati dall'art. 3, comma 1, lett. b), Tuf per delineare le p.m.i.: tali sono considerate le imprese (*rectius* le società, come esplicitato dalla norma) che hanno un numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio superiore a 250, il cui stato patrimoniale supera la cifra di 43 milioni di euro, o il cui fatturato annuo netto è maggiore alla soglia di 50 milioni di euro. L'esigenza di imporre dei rigidi paletti su cui basare la figura dell'investitore qualificato all'interno della vasta categoria delle persone giuridiche generava talune perplessità in merito alla presunzione della capacità di questi soggetti di percepire la validità o meno dei prodotti loro offerti. In assenza di una previsione di un'iscrizione facoltativa nel registro descritto dall'art. 34-quater Tuf, la norma conduceva a ritenere che il legislatore avesse inteso porre su di loro il rischio dell'operazione (rischio che poteva essere limitato assumendo il costo del servizio di consulenza o gestione).

<sup>15</sup> Analogamente, ai sensi dei previgenti n. 3 e 5

nell'art. 6, comma 2-*sexies*, Tuf per delineare la figura del cliente professionale di natura pubblica<sup>17</sup>. Tali sono considerati, anzitutto, i soggetti individuati dall'art. 6, comma 2-*quater*, lett. *d*), Tuf; ad essi si aggiungono le Regioni e le Province di Trento e di Bolzano, che possono comunque chiedere di essere considerate clienti al dettaglio, nonché i restanti soggetti pubblici che, tramite un'apposita procedura, possono essere trattati su richiesta come clienti professionali<sup>18</sup>.

<sup>17</sup> Accanto a questo primo gruppo di soggetti privati, l'art. 34-*ter*, comma 1, lett. *b*), n. 2, reg. Emittenti conteneva un catalogo di enti pubblici, anche esteri, che erano esclusi dall'area della tutela approntata dal legislatore. Oltre alle istituzioni internazionali e sovranazionali quali il Fondo monetario internazionale, la Banca Centrale Europea, la Banca Europea per gli Investimenti e altre simili organizzazioni, la norma si riferiva ai governi nazionali, alle amministrazioni regionali e alle banche centrali. L'indicazione al plurale di tali soggetti sottolineava che dovevano essere considerati oltre alle entità italiane le equivalenti autorità straniere, comprendendo anche quelle extracomunitarie. Dei dubbi potevano sorgere circa la generica indicazione di «*governi nazionali*» e di «*amministrazioni regionali*» adottata recependo *de plano* il testo della normativa comunitaria. Nel primo caso non era definito quali articolazioni governative potessero rientrare nel concetto di governo nazionale (ad es., guardando all'Italia, se oltre ai Ministeri, dovessero essere ricompresi anche gli enti pubblici centrali o le società strumentali); nel secondo non era chiaro se si dovesse collocare un limite territoriale (ad es. dando un'interpretazione più rigida dell'espressione si dovesse conteggiare solo le Regioni e le Province autonome, escludendo ad es. i Comuni). In entrambi i casi la soluzione risiedeva nell'adottare una lettura espansiva, basata sulla *ratio* di una presunzione della piena capacità di questi soggetti pubblici di saper valutare appieno la bontà dell'investimento offerto. Una capacità presunta, che, a dire il vero, non sembrava forse sempre essere posseduta nella realtà: il riferimento va in particolare alle vicende che hanno visto coinvolte molte amministrazioni locali che hanno sottoscritto strumenti finanziari derivati a copertura dei rischi di debito, titoli che poi si sono rivelati inutili, se non dannosi, per i sottoscrittori. A tal proposito appare particolarmente significativa la decisione contenuta in Cons. Stato, 7 settembre 2011, n. 5032, che ha ritenuto legittima la decisione della Provincia di Pisa di annullare, ex artt. 21-*octies* e 21-*nonies*, l. 7 agosto 1990, n. 241, le delibere con cui aveva sottoscritto degli strumenti finanziari derivati di tipo *swap* per violazione dell'art. 41, l. 28 dicembre 2001, n. 448, in quanto antieconomici per l'ente pubblico sin dal momento della stipula. Per un esame della funzione economica di tali contratti cfr. PAGNONI, *I contratti di swap*, 1403 ss.

<sup>18</sup> In particolare potranno essere trattati come clienti professionali sulla base di una propria richiesta i comuni, le province, le città metropolitane, le comunità

<sup>3</sup>. Le lett. *b*) e *c*) dell'art. 100, comma 1, Tuf escludono l'ambito di applicabilità della disciplina in tema di offerta pubblica di sottoscrizione e vendita qualora la stessa non sia rivolta a un vasto numero di soggetti, oppure quando abbia ad oggetto dei prodotti per un modesto ammontare complessivo.

Le soglie dimensionali in cui deve rientrare l'operazione per avvalersi dell'esenzione sono stabilite in concreto dalla Consob a mezzo dell'art. 34-*ter* reg. Emittenti.

Il primo limite viene fissato dalla lett. *a*) del comma 1 ed è pari a centocinquanta soggetti che non abbiano la qualifica di investitore qualificato<sup>19</sup>. Tale eccezione sembra giustificarsi, oltre che per la supposta minima incidenza sul mercato di una simile operazione [soprattutto se letta congiuntamente con il limite contenuto nella successiva lett. *c*)], dato il carattere sostanzialmente privato che il legislatore sembra attribuire ad una simile sollecitazione, benché formalmente rivolta ad un pubblico indeterminato di potenziali investitori. Il numero ristretto di destinatari sembra, dunque, essere considerato il presupposto per creare un collegamento informativo più efficiente e diretto fra l'offerente e gli investitori<sup>20</sup>.

montane, le comunità isolate e le unioni di comuni (in forza del rinvio all'art. 2, d.lgs. 18 agosto 2000, n. 267), oltre agli enti pubblici nazionali e regionali che abbiano entrate risultanti dall'ultimo bilancio approvato superiori a quaranta milioni di euro, che abbiano effettuato operazioni finanziarie di valore nominale o nozionale complessivo superiore a cento milioni di euro nel corso dell'anno precedente la stipula del contratto e presenti in organico del personale qualificato addetto alla gestione finanziaria.

<sup>19</sup> La soglia precedente di cento persone fisiche è stata innalzata a seguito del recepimento della direttiva 2010/73/UE ad opera dell'art. 1, comma 1, lett. *p*), della delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079. La novella avvicina la soglia al valore di duecento investitori previsto nella versione iniziale del regolamento. Sottolinea come tale esenzione sia comunque da considerare, per sua natura, quale una offerta al pubblico DI BRINA, *Considerazioni*, 641 s.

<sup>20</sup> La soglia andrà calcolata sul numero dei destinatari dell'offerta e non degli effettivi sottoscrittori o acquirenti degli strumenti: sul punto cfr. la Comunicazione Consob n. DEM/1043874 del 1° giugno 2001; in senso analogo cfr. la Comunicazione n. DEM/DME/5017297 del 18 marzo 2005 e la Comunicazione n. DEM/8036073 del 17 aprile 2008. Analoghe considerazioni si colgono in dottrina: cfr. PEDERZINI, *Art. 100*, 842; COSTI, ENRI-

Le lett. c) dell'art. 34-ter, comma 1, reg. Emittenti declina il limite dimensionale minimo complessivo dell'operazione a cui collegare l'obbligo di adozione di un prospetto. Ricalcando quanto previsto dal legislatore europeo in merito ai confini dell'applicabilità della direttiva 2003/71/CE, viene fissata la soglia complessiva di cinque milioni di euro<sup>21</sup>, calcolata sul corrispettivo atteso dall'offerta dei prodotti all'interno dell'Unione Europea<sup>22</sup>. Al fine di evitare una facile elusione della normativa, tale limite deve essere calcolato guardando a tutte le offerte condotte nell'arco di dodici mesi svolte dallo stesso soggetto emittente o offerente e – aggiunge il legislatore delegato italiano – che abbiano ad oggetto il medesimo prodotto finanziario.

Quest'ultima previsione crea un'apparen-

QUES, *Il mercato mobiliare*, 92 e nota 55, i quali escludono che la soglia debba essere calcolata solo fra i c.d. «*friends and family*» ovvero fra i non dipendenti e gli investitori non professionali. Sul punto cfr. anche RIGHINI, *L'offerta*, 435.

<sup>21</sup> Il limite di 2.500.000 di euro è stata innalzato a seguito del recepimento della direttiva 2010/73/UE ad opera dell'art. 1, comma 1, lett. p), delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079. Come ricordato dal documento consultivo rilasciato dalla Consob il 6 giugno 2011 prima dell'adozione della nuova Delibera, tale soluzione è volta a ridurre l'impatto degli obblighi relativi al prospetto, che come rilevato dalla Commissione Europea «*risultano particolarmente onerosi e che ciò impedisce alle imprese di minori dimensioni di affacciarsi sul mercato dei capitali*». Una simile misura non sembra, però, destinata a scalfire il ruolo di primo piano degli istituti di credito quale canale privilegiato per il finanziamento delle p.m.i. nel nostro Paese, a fronte del ridotto pubblico di investitori e della tendenza delle imprese a base familiare di non aprire la compagine sociale a soggetti esterni ad esse. Sul punto cfr., *ex multis*, STANCA, *Imprese italiane*, 124 ss.; ZARA, FELTRINELLI, *PMI*, 293 ss.; CORIGLIANO, *Banca e impresa in Italia*, 50 s. Il recepimento della direttiva ha comportato anche l'introduzione della definizione di società con ridotta capitalizzazione nella nuova lett. d) del comma 1 dell'art. 3 del reg. Emittenti, in previsione della possibilità che queste si avvalgano dei modelli di prospetto semplificato che la Commissione Europea è chiamata ad adottare in forza della delega rilasciatale. Per un esempio di esenzione accordata a favore di organizzazioni del c.d. Terzo Settore che ricorrevano a una banca per raccogliere prestiti per i loro progetti v. Comunicazione n. DEM/10101143 del 10 dicembre 2010. Per una critica, fondata sulla natura di investimento degli strumenti oggetto di sollecitazione, cfr. RIGHINI, *L'offerta*, 437 s.

<sup>22</sup> Tale previsione è stata aggiunta dall'art. 1, comma 2, lett. d), delibera Consob 9 maggio 2012, n. 18214.

te antinomia con la nuova lett. d-bis) dell'art. 34-ter, comma 1, reg. Emittenti, che esclude l'applicabilità della disciplina della offerta pubblica di sottoscrizione alle offerte «*aventi un corrispettivo totale nell'Unione Europea, calcolato su un periodo di dodici mesi, inferiore a 100.000 euro*». Tale norma, aggiunta dall'art. 1, comma 2, lett. d), delibera Consob 9 maggio 2012, n. 18214<sup>23</sup>, recupera una disposizione contenuta già nel testo originario della direttiva 2003/71/CE, l'art. 4, comma 2, lett. e), in merito all'esenzione dall'obbligo di adozione del prospetto. Come la stessa Commissione riconosce nel documento contenente gli esiti della consultazione preparatoria alla delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079<sup>24</sup>, il reg. Emittenti accomuna i casi di inapplicabilità – facoltativi per il legislatore nazionale – previsti dalla direttiva a quelli – obbligatori – di esenzione. Tale impostazione ha comportato che la Commissione, decidendo di non applicare la normativa comunitaria per le emissioni complessivamente inferiori alla soglia di cinque milioni di euro<sup>25</sup>, ha implicitamente abrogato la minore soglia prevista dall'art. 4, comma 2, lett. e) della direttiva. L'inserimento della soglia contenuta della lett. d-bis) dell'art. 34-ter, comma 1, reg. Emittenti, sembra dunque dover

<sup>23</sup> Si noti che la previsione non viene neppure menzionata nel documento di pubblica consultazione rilasciato dalla Commissione: la mancanza di un dibattito parrebbe testimoniare che la decisione sia stata assunta nella fase conclusiva dell'iter legislativo.

<sup>24</sup> Nel documento del 30 gennaio 2012, la Commissione alla richiesta di tenere distinti i casi di esenzione da quelli di inapplicabilità, ha risposto che «*Nel nostro ordinamento esistono solo esenzioni. I casi di inapplicabilità si distinguono dalle esenzioni nella disciplina comunitaria in quanto i primi sono rimessi alla discrezionalità degli Stati membri, mentre le seconde sono imposte a tutti. Una volta che lo Stato membro ha compiuto le sue scelte, i casi di inapplicabilità scelti divengono delle esenzioni. Non si ritiene pertanto di dover effettuare la suggerita distinzione*».

<sup>25</sup> Una conferma di tale lettura si ottiene guardando al § 2, lett. a), del documento di consultazione per il recepimento della direttiva 2010/73/CE del 6 maggio 2011, ove la Consob afferma che «*Al fine di alleggerire gli oneri informativi sono state in primo luogo incrementate le soglie relative ai controvalori totali delle offerte al di sotto delle quali i Paesi Membri possono scegliere di esentare l'emittente dalla pubblicazione del prospetto. In particolare, il controvalore totale massimo delle offerte per tutti i tipi di emittenti e tipologie di strumenti finanziari è stato raddoppiato passando da 2,5 a 5 milioni di euro*».

essere letto come una svista del legislatore secondario, destinata, probabilmente, ad essere corretta nel breve, al fine di salvaguardare le offerte di modeste dimensioni dall'obbligo di pubblicazione del prospetto.

Accanto a questi limiti quantitativi generali si pongono delle differenti previsioni che guardano al criterio dimensionale sotto altra luce, al fine di escludere la necessità di una tutela del destinatario a fronte di una richiesta di un investimento non modesto. Un criterio che, nell'ottica del legislatore, sembra rendere inopportuna una più intensa tutela dell'investitore, che viene, dunque, ad essere paragonato ai soggetti qualificati sulla base di quest'unico elemento. Le lett. *f*) e *g*) dell'art. 34-ter, comma 1, reg. Emittenti, sanciscono infatti, che non vi sia la necessità della pubblicazione del prospetto quando siano offerti al pubblico quote di Oicr o prodotti assicurativi il cui ammontare minimo di sottoscrizione o il premio iniziale siano maggiori di un decimo di milione di euro<sup>26</sup>, oppure, ai sensi delle lett. *d*) ed *e*), per i restanti prodotti finanziari, qualora il corrispettivo minimo di sottoscrizione richiesto ad ogni singolo investitore per ogni offerta separata o sulla base del valore minimo del singolo prodotto oblatto superi l'identica soglia di 100.000 euro<sup>27</sup>.

I limiti adottati non sembrano sufficienti a fugare il dubbio che il criterio quantitativo sia poco efficace nel discriminare la capacità dell'investitore a discernere la bontà del prodotto<sup>28</sup>. Non pare, infatti, potersi direttamente correlare la ricchezza di un soggetto con la sua preparazione finanziaria a costo di non incap-

pare in un'inaccettabile semplificazione. Tali previsioni possono trovare, forse, una giustificazione qualora sia interpretata come un implicito sprone per gli investitori più abbienti a rivolgersi a dei consulenti per valutare la convenienza e sicurezza del prodotto offerto, oppure a optare per il servizio di gestione o a sottoscrivere strumenti di investimento collettivo del risparmio (ovviamente qualora il taglio minimo delle quote degli Oicr offerte non superi le soglie predette)<sup>29</sup>.

Affinché la mancanza di un prospetto non finisca comunque per diventare un fattore negativo per gli stessi emittenti riducendo il numero degli investitori potenziali, il terzo comma della norma in commento prevede la facoltà di pubblicare un prospetto «ai sensi e per gli effetti delle disposizioni comunitarie». Il richiamo sbrigativo alla disciplina contenuta nella direttiva 2003/71/CE non chiarisce, tuttavia, se debbano trovare applicazione, oltre alle norme propriamente connesse alla redazione del prospetto, anche le restanti norme di derivazione comunitaria (ad es. l'art. 101 Tuf in materia di attività pubblicitaria) e se tale regola possa trovare applicazione anche per l'offerta di sottoscrizione e vendita degli strumenti che non si possono avvalere del prospetto fondato sul modello predisposto dal legislatore europeo, ossia le quote dei fondi aperti o le azioni di una Sicav e le corrispettive frazioni di Oicr esteri non armonizzati, che trovano una loro specifica previsione negli artt. da 98-ter a 98-quinquies Tuf. Una lettura espansiva sembra, comunque, la più corretta se si considerano le finalità della piena informazione e della parità di trattamento dei potenziali investitori verso le quali la disciplina è tesa, anche alla luce delle modifiche operate, da ultimo, ai suddetti articoli dal d.lgs. 16 aprile 2012, n. 47.

4. Una serie di ulteriori eccezioni all'applicazione degli art. 93-bis ss. Tuf, caratteriz-

<sup>26</sup> L'iniziale soglia di 250.000 euro è stata abbassata all'attuale dall'art. 1, comma 2, lett. *d*), delibera Consob 9 maggio 2012, n. 18214.

<sup>27</sup> Il valore iniziale fissato dalla normativa era pari a 50.000 euro: la soglia è stata innalzata a seguito del recepimento della direttiva 2010/73/UE ad opera dell'art. 1, comma 1, lett. *p*), delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079. Per il riconoscimento del superamento della soglia anche nel caso di due aumenti di capitale contestuali e causalmente connessi da liquidarsi in denaro e in natura, la cui adesione, obbligatoriamente unitaria, comportava un conferimento di valore pari 75.000 euro, cfr. la Comunicazione n. DEM/6100497 del 21 dicembre 2006.

<sup>28</sup> Cfr. il considerando 9 della 2010/73/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010.

<sup>29</sup> Tali conclusioni non sembrano modificarsi a fronte dell'innalzamento della soglia a 100.000 euro ad opera dell'art. 1, comma 1, lett. *p*), delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079. Come esplicita la Consob nel documento di consultazione del 6 giugno 2011, l'assenza di un obbligo di pubblicazione del prospetto si fonda sul «presupposto che titoli di tale importo siano presumibilmente destinati ad investitori qualificati».

zate dal comune denominatore della natura dei prodotti offerti, o, più correttamente, della affidabilità dei soggetti che li offrono, è delineata nelle lett. da *d*) a *g*) dell'art. 100, comma 1, Tuf, nonché nelle disposizioni attuative contenute nelle lettere finali dell'art. 34-ter, comma 1, reg. Emittenti.

Nel gruppo di esenzioni direttamente previste dal testo unico [lett. *d*) ed *e*)], si distinguono, *in primis*, quelle che trovano fondamento nella solidità (presupposta) dell'emittente e nella correttezza di tali soggetti<sup>30</sup>. Vengono così escluse dall'obbligo di pubblicazione del prospetto e dalle restanti norme della sezione, le offerte che abbiano ad oggetto strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale emessi o che vengono garantiti incondizionatamente e irrevocabilmente da uno dei Paesi membri all'Unione Europea. Risultano, altresì, esentate le offerte di strumenti finanziari emessi da organismi internazionali a carattere pubblico di cui facciano parte uno o più Stati comunitari, nonché quelli emessi dalla Banca Centrale Europea o dalle banche centrali delle Nazioni aderenti all'Unione. Al pari delle emissioni inferiori alla soglia di 5.000.000 di euro, il comma 3 dell'art. 100 Tuf prevede che possa, comunque, essere redatto un prospetto informativo nel rispetto delle disposizioni comunitarie anche per questi strumenti.

La successiva lett. *f*) dell'art. 100, comma 1, Tuf, esclude l'applicazione delle norme del Capo in commento qualora le banche<sup>31</sup>

emettano, in modo continuo o ripetuto, a fronte del versamento di depositi rimborsabili, strumenti diversi dai titoli di capitale, purché gli stessi non risultino subordinati, convertibili o scambiabili, non conferiscano il diritto a sottoscrivere o ad acquisire altri tipi di strumenti finanziari, o non siano collegati ad uno strumento derivato e godano, contemporaneamente, di un sistema di garanzia dei depositi a norma degli art. 96 ss. Tub (c.d. obbligazioni bancarie *plain vanilla*)<sup>32</sup>. L'esenzione subisce, tuttavia, un parziale contenimento qualora l'offerta non superi il corrispettivo complessivo di settantacinque milioni di euro ai sensi dell'art. 34-ter, comma 4, reg. Emittenti, norma che verrà analizzata nel prossimo paragrafo<sup>33</sup>.

L'art. 100, comma 1, lett. *g*), Tuf esclude, inoltre, i collocamenti effettuati dagli istituti

successivo decreto correttivo d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303, oltre a rinviare al commento degli artt. 1 e 25-bis, cfr. COSTI, *I prodotti finanziari*, 16 ss.; AMOROSINO, *Funzioni*, 150; ANTONUCCI, PARACAMPO, *Conflitti di interesse*, 297 ss.; GOBIO CASALI, *Prodotti assicurativi*, 303 ss.; NIUTTA, *L'abrogazione*, 11 ss.; SIRI, *I prodotti*, 192 ss.; POLI, *L'offerta*, 894 ss.

<sup>32</sup> Per un'analisi della disciplina comunitaria sul punto cfr. DE LUCA, *Prospetto informativo*, 325 ss. Per un caso di imposizione dell'obbligo di prospetto ai sensi dell'art. 94 Tuf a fronte dell'emissione da parte di un istituto di credito di un proprio prestito obbligazionario convertibile in azioni di società terza, cfr. la Comunicazione Consob n. DEM/3024762 del 17 aprile 2003. Con la Comunicazione n. DIS/99052311 del 5 luglio 1999 analoga decisione è stata presa in merito ad operazioni di offerta al pubblico di *Euro Medium Term Notes* (EMTN) emessi da una società extracomunitaria e integralmente e incondizionatamente garantiti da un istituto di credito a fronte della circostanza che il prodotto finanziario offerto prevedeva la consegna delle azioni sottostanti, mentre con Comunicazione n. DIS/824 del 5 gennaio 2000 l'esenzione è stata accordata per i *covered warrant* emessi dalla medesima società, anch'essi integralmente ed incondizionatamente garantiti dalla banca, in quanto gli stessi non davano diritto di acquisire o di sottoscrivere azioni e a fronte del fatto che l'emittente era interamente controllato da una banca comunitaria e che i titoli sarebbero stati da quest'ultima "avallati". Per un caso di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto ai sensi dell'art. 100, comma 1, lett. *f*), Tuf, e dell'applicazione dell'art. 101 Tuf, v. la Comunicazione n. DIS/99009205 del 10 febbraio 1999.

<sup>33</sup> Il limite di emissione è stato innalzato dai cinquanta milioni di euro a fronte del recepimento direttiva 2010/73/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 attuato dall'art. 1, comma 1, lett. *p*), delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079.

<sup>30</sup> Cfr. D'AMBROSIO, *Art. 100*, 937. Si deve rilevare, tuttavia, come la capacità economica non sia una qualità riscontrabile in eguale livello all'interno della categoria degli emittenti presi in considerazione; inoltre, guardando alla tutela dei sottoscrittori, non si può negare che molti degli strumenti emessi da tali soggetti possano presentare caratteristiche alquanto complesse, contenendo un rischio finanziario a volte notevole (si pensi ad esempio alle obbligazioni emesse in valuta diversa dall'euro, oppure ai titoli con interesse variabile o gli *zero coupon*). Sul punto cfr. COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, 93. Ricadrà, dunque, sull'intermediario incaricato di curare la sottoscrizione fornire le notizie utili all'investitore non qualificato, eventualmente rilevando la non adeguatezza o appropriatezza degli strumenti, qualora l'emittente non pubblichi il prospetto facoltativo.

<sup>31</sup> Per una critica all'esenzione cfr. ANNUNZIATA, *Art. 100*, 160 ss. In generale, sulla progressiva estensione della disciplina del Tuf ai prodotti bancari e assicurativi ad opera della l. 28 dicembre 2005, n. 262, e del

bancari aventi ad oggetto strumenti del mercato monetario la cui scadenza risulti inferiore ad un anno. Come nei casi precedenti, l'esenzione si giustifica – almeno in parte – a fronte del contenuto rischio di credito che tali titoli incorporano e del fatto che, attraverso gli stessi, si attua una frazione dell'attività di raccolta del risparmio da parte delle banche, attività che risulta in questo modo largamente facilitata<sup>34</sup>.

Completano l'elenco delle eccezioni fondate sulle qualità dell'offerente le esenzioni previste dalle lett. da *h*) a *n*) dell'art. 34-ter, comma 1, reg. Emittenti. La prima fra queste esclude l'obbligo di prospetto quanto vengano emessi strumenti finanziari da parte di associazioni aventi personalità giuridica o di enti non aventi scopo di lucro, riconosciuti anche da un altro Stato comunitario<sup>35</sup>; l'ambito applicativo della previsione è ristretto, tuttavia, alle sole operazioni condotte al fine di finanziare le attività volte al raggiungimento degli scopi non lucrativi perseguiti [lett. *h*)]<sup>36</sup>. Il trattamento di favore riservato a tali soggetti sembra, dunque, trovare fondamento a fronte della peculiare destinazione del finanziamento e del controllo pubblico che si pone alla base del riconoscimento dello svolgimento dell'attività a scopo altruistico da parte del soggetto emittente<sup>37</sup>.

<sup>34</sup> Per una critica dell'esenzione cfr. STELLA RICHTER, *Obbligo di restituire*, 495 ss.; COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, 94.

<sup>35</sup> L'ambigua formula utilizzata dal legislatore rende incerti i confini della categoria. Sembrano comunque doversi rientrare le fondazioni nonché i comitati, le società di persone o di capitali, i consorzi, le società cooperative o di capitali o di persone che siano state riconosciute imprese sociali ai sensi del d.lgs. 24 marzo 2006, n. 155. La norma dovrebbe quindi essere estesa alle associazioni non dotate di personalità giuridica, che risulterebbero altrimenti escluse.

<sup>36</sup> Evidenzia correttamente come le quote associative non possano rientrare nella definizione di prodotto finanziario e che, pertanto, non possano essere sottoposte alla disciplina dell'offerta di sottoscrizione o vendita, RIGHINI, *L'offerta*, 438.

<sup>37</sup> Per un esempio di esenzione cfr. la Comunicazione n. DIS/30656 del 21 aprile 2000 rilasciata in merito ad un'emissione di prestiti obbligazionari da parte di cooperative sociali. Analoga decisione è stata assunta nei confronti di una società emittente classificabile come ONLUS ex d.lgs. 4 dicembre 1997, n. 460 dalla Comunicazione n. DEM/5014733 dell'8 marzo 2005. È stato, in-

Risponde invece all'assenza di un obbligo di protezione del destinatario l'eccezione prevista a favore dell'offerta volta a sostituire le azioni circolanti con titoli della medesima categoria, qualora ciò non comporti un aumento del capitale [lett. *i*)]<sup>38</sup>. Si vuole in questo modo favorire il ricambio dei titoli circolanti con altri di nuova emissione (si pensi, ad es., alla sostituzione operata al fine di effettuare un concambio di azioni che aumenti o diminuisca il valore dei singoli titoli).

La stessa *ratio* permea la previsione contenuta nella lett. *l*), che esclude l'applicazione della disciplina quando vengano versati i dividendi ai soci esistenti nella forma di titoli della stessa categoria di quelli già posseduti dai beneficiari e a condizione che sia reso disponibile un documento che indichi il numero e la natura delle azioni, nonché i motivi e i dettagli dell'offerta al fine di integrare l'informazione resa ai soci<sup>39</sup>.

Le successive lett. *j*) e *k*) dell'art. 34-ter, comma 1, reg. Emittenti disciplinano due ipotesi accomunate dal fatto che il prodotto offerto venga scambiato con uno o più prodotti posseduti dal soggetto destinatario della sollecitazione. Nel primo caso ciò è possibile in presenza di una o.p.s. che venga corredata da un documento informativo contenente le medesime informazioni rispetto a quelle richieste dal prospetto relativo al prodotto e che tale equivalenza venga vagliata dalla Consob. Nel secondo, caratteriz-

vece, escluso il carattere di pubblica utilità per le emissioni svolte da una cooperativa a fronte dello scopo mutualistico dalla Comunicazione n. DEM/11017957 del 9 marzo 2011. Sulla possibile esclusione di tali offerte pubbliche sulla base della nozione di prodotto finanziario COSTI, ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, 95.

<sup>38</sup> Si noti che la norma si riferisce al solo aumento: tuttavia sembra logico escludersi dal campo dell'eccezione anche il caso di una riduzione del capitale, data la modifica del rischio che i soci vengono così ad assumere. Forse, dunque, un generico riferimento alle modifiche del capitale poteva rivelarsi più corretto.

<sup>39</sup> Si deve intendere anche azioni di nuova emissione e non solo il caso di azioni già possedute dalla stessa emittente. In questo caso, infatti, la gratuità dell'aumento di capitale fa venire meno il rischio per gli eventuali sottoscrittori. La disposizione è stata modificata dall'art. 1, comma 1, lett. *p*), delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079: in precedenza era ammessa anche la distribuzione gratuita di azioni.

zato da una fusione o da una scissione<sup>40</sup> societaria, la presenza di un documento informativo equivalente fuga la necessità della pubblicazione di un nuovo prospetto; tuttavia in questo caso, l'eccezione opererà solamente in presenza di un'offerta o di un'assegnazione di strumenti finanziari comunitari.

Infine le lett. *m)*, *m-bis)*, *m-ter)*<sup>41</sup> ed *n)* escludono la disciplina in caso l'offerta sia rivolta a favore di amministratori o di dipendenti o di promotori finanziari, anche non più in ruolo, da parte dell'emittente o da parte dell'impresa controllante, di un'impresa controllata, collegata o sottoposta a comune controllo<sup>42</sup>.

Più nel dettaglio, la lett. *m)* dispone che la disciplina non si applichi alle offerte rivolte ai suddetti soggetti e ai promotori finanziari da parte del loro datore di lavoro o della società controllante, della controllata, o della sottoposta a comune controllo, a condizione che la sede sociale sia uno Stato appartenente all'Unione Europea e che sia reso disponibile un documento contenente informazioni sul numero e sulla natura degli strumenti finanziari, sui motivi e sui dettagli dell'offerta; la lett. *m-bis)* eccettua le offerte aventi a oggetto strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato oblati, assegnati o da assegnare da parte di una società

controllante, controllata, collegata o sottoposta a comune controllo con sede in uno Stato non appartenente all'Unione Europea, mentre la lett. *m-ter)* esclude le offerte aventi a oggetto strumenti finanziari offerti da una società extracomunitaria con strumenti finanziari ammessi alla negoziazione nel mercato di un Paese terzo, a condizione che le informazioni e il documento previsti dalla lett. *m)* siano resi disponibili in una lingua comunemente utilizzata negli ambienti della finanza internazionale, nonché che il mercato regolamentato possa avvalersi della decisione di equivalenza prevista dell'art. 4, commi 3, 4 e 5, direttiva 2003/71/CE, come modificata dalla direttiva 2010/73/UE.

La lett. *n)* dispone, invece, che la disciplina dell'offerta pubblica non si applicherà quando siano offerti ai dipendenti, ai promotori o ai *managers* dei valori mobiliari non negoziabili in un mercato di capitali in quanto resi intransferibili, parzialmente o totalmente.

In tutte le suddette ipotesi la deroga si giustifica in base alla destinazione dei prodotti offerti, ovvero alla supposta mancanza della necessità di tutela verso dei soggetti che possono vantare una maggiore conoscenza dell'emittente e della natura degli stessi prodotti<sup>43</sup>.

Ulteriormente vengono esclusi dall'obbligo di pubblicazione del prospetto e da qualsiasi altra disposizione contenuta Capo I del Titolo II della Parte IV del Tuf le offerte aventi ad oggetto prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione diretti ad offrire prestazioni in forma collettiva nel caso in cui i beneficiari delle prestazioni dedotte in contratto non sostengano, nemmeno in parte, l'onere connesso al pagamento del premio ai sensi dell'art. 34-ter, comma 7, reg. Emittenti<sup>44</sup>.

<sup>40</sup> L'ipotesi della scissione è stata aggiunta dall'art. 1, comma 1, lett. *p)*, delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079.

<sup>41</sup> Al fine di recepire quanto disposto dalla direttiva 2010/73/UE, l'art. 1, comma 1, lett. *p)*, delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079 ha provveduto a sostituire ed ampliare il dettato dell'originaria lett. *m)* dell'art. 34-ter reg. Emittenti.

<sup>42</sup> Per un'esenzione accordata a fronte della gratuità dell'assegnazione di azioni a favore dei dipendenti v. Comunicazione n. DEM/1013376 del 23 febbraio 2001 (per una decisione analoga v. Comunicazione n. DEM/DIN/5013216 del 2 marzo 2005, in senso contrario, a fronte dell'onerosità dell'operazione v. Comunicazione n. DEM/5062151 del 15 settembre 2005). Per una condivisibile critica dell'inclusione nel novero dei soggetti privi di tutela anche dei lavoratori non posti al vertice delle aziende, verosimilmente privi delle informazioni circa la natura dei prodotti offerti, cfr. PEDERZINI, *Art. 100*, 846; RIGHINI, *L'offerta*, 439. Sostiene che una simile eccezione dovrebbe essere applicata unicamente ove i dipendenti fossero nominativamente indicati e sia preterminato e riservato il quantitativo da far loro sottoscrivere al fine di superare la natura *ad incertam personam* dell'offerta D'AMBROSIO, *Art. 100*, 935.

<sup>43</sup> V. sul punto la Comunicazione Consob n. DEM/1008852 del 6 giugno 2001.

<sup>44</sup> L'esenzione è solo parziale invece per le offerte relative a prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione che non rientrino nel campo di applicazione della disposizione citata. In questo caso il comma 8 dell'art. 34-ter reg. Emittenti dispone, unicamente, che le emittenti non sono sottoposte all'obbligo della comunicazione preventiva alla Consob e della conseguente approvazione del prospetto ai sensi dell'art. 94, comma 1, Tuf, né dei messaggi pubblicitari contestualmente alla loro diffusione ai sensi dell'art. 101, comma 1, Tuf

5. La destinazione dei prodotti a favore di soggetti legati alla società giustifica una parziale disapplicazione della disciplina in merito all'obbligo di pubblicazione dell'avviso inerente i risultati conseguiti dall'offerta, redatto secondo il modello 1F degli allegati al Reg. Emittenti. Applicando il dettato del comma 2 dell'art. 100 Tuf, la Consob, a mezzo dei commi 2 e 3 dell'art. 34-ter reg. Emittenti, ha svincolato le s.p.a. dagli obblighi imposti dai commi 2 e 3 dell'art. 13 reg. Emittenti, nel caso l'offerta abbia ad oggetto solamente valori mobiliari offerti in opzione ai soci<sup>45</sup> delle società aventi azioni o obbligazioni convertibili diffuse fra il pubblico<sup>46</sup>, o,

più in generale, qualora l'offerta sia rivolta agli amministratori, anche non più in carica, ai dipendenti<sup>47</sup>, anche non più assunti, o ai promotori finanziari<sup>48</sup> di una società che abbia dei valori mobiliari ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, o da un'impresa ad essa collegata, oppure controllata o sottoposta ad un comune controllo. In quest'ultimo caso l'obbligo informativo viene assolto con una semplice comunicazione rivolta dall'emittente alla Consob in merito al numero degli assegnatari ed ai quantitativi di azioni coinvolti<sup>49</sup>.

Benché un obbligo di pubblicazione del prospetto debba comunque essere assolto,

che potranno comunque essere richiesti dalla Commissione. Sul punto cfr. CORVESE, *La pubblicità*, 2159.

<sup>45</sup> La raccolta presso i soci va incontro ai limiti fissati dalla delibera C.I.C.R. 19 luglio 2005. In particolare, l'art. 6, comma 1, in combinato con le definizioni contenute nell'art. 1, comma 1, e art. 3, dispone che la raccolta di risparmio (intesa come acquisizione di fondi con l'obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi, sia sotto altra forma: per un approfondimento sulla definizione contenuta nella delibera cfr. GARGANTINI, *La raccolta*, 81 ss.) presso i propri soci possa avvenire a mezzo dell'emissione di obbligazioni, titoli di debito o altri strumenti finanziari che prevedano un obbligo di rimborso e, in caso di apposita previsione statutaria, anche in altre forme, rimanendo comunque esclusa la raccolta di fondi a vista e la gestione di sistemi di pagamento (contra SANGIOVANNI, *I finanziamenti*, 156, che prevede come sempre necessaria la previsione statutaria per il compimento della raccolta del risparmio). I successivi commi 2 e 3 dispongono inoltre che: a) le società di capitali non aventi scopo mutualistico possono effettuare la raccolta con mezzi diversi dagli strumenti finanziari solamente presso i soci che detengano almeno il 2% del capitale risultante dall'ultimo bilancio approvato e che siano iscritti al libro soci da almeno tre mesi; b) le società cooperative con più di 50 soci potranno emettere titoli nel limite del triplo della somma del capitale sociale, delle riserve legali e disponibili risultati dall'ultimo bilancio approvato, oppure entro il limite massimo del quintuplo qualora la raccolta sia assistita da garanzia per almeno il 30% dai soggetti individuati dal Titolo IX. Sez. 2 Cap. V, § 3 delle Istruzioni per la Vigilanza delle Banche, Circolare della Banca d'Italia 21 dicembre 1999, n. 219 e successive modifiche.

<sup>46</sup> Con comunicazione n. DCL/DEM/2049613 del 16 luglio 2002 la Consob, ha sottolineato la necessità di interpretare in maniera rigorosa il tenore delle eccezioni previste dalla disciplina secondaria (nel caso concreto la Commissione ha ritenuto non sussistente l'esenzione dalla pubblicazione del prospetto a fronte di un'emissione da parte di cooperative di consumo di obbligazioni di nuova emissione offerte "in opzione" ai propri soci delle cooperative emittenti, in quanto

l'offerta di obbligazioni ai soci cooperatori non appare un diritto previsto per legge come quelli contemplati quali casi di eccezione. Analoghe decisioni sono state assunte con Comunicazione n. DEM/80058 del 26 ottobre 2000 a fronte dell'emissione di un prestito obbligazionario convertibile in quote di fondi, nonché con Comunicazione n. DIS/36167 del 12-5-2000 in merito all'ipotesi della sottoscrizione di certificati azionari rappresentativi del diritto di utilizzo di posti ormezzio).

<sup>47</sup> Si noti che la raccolta presso i dipendenti (di società, ai quali la norma esplicitamente si riferisce) soffre comunque i limiti fissati dalla delibera C.I.C.R. 19 luglio 2005. In particolare, l'art. 7, comma 1, in combinato con le definizioni contenute nell'art. 1, comma 1, e art. 3 (già vedute *supra*, nota 74), dispone che la raccolta di risparmio possa avvenire presso i propri dipendenti a mezzo dell'emissione di obbligazioni, titoli di debito o altri strumenti finanziari che prevedano un obbligo di rimborso e, in caso di apposita previsione statutaria, anche in altre forme, rimanendo comunque esclusa la raccolta di fondi a vista e la gestione di sistemi di pagamento. I successivi commi 2 e 3 dispongono inoltre che: a) per le società non aventi scopo mutualistico l'ammontare della raccolta non deve eccedere la somma del capitale sociale, delle riserve legali e disponibili risultati dall'ultimo bilancio approvato; b) le società cooperative potranno emettere, nel limite del triplo della soglia suddetta calcolata unitamente alle emissioni effettuate a favore dei soci o entro il limite massimo del quintuplo qualora la raccolta sia assistita da garanzia per almeno il 30% dai soggetti individuati dal Titolo IX. Cap. 2 Sez. V, § 3, a cui rimanda la Sez. VI.

<sup>48</sup> Quest'ultima categoria è stata inserita dall'art. 1, comma 1, lett. p), delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079.

<sup>49</sup> Tale obbligo di informazione si colloca nel solco dell'onere di controllo pubblico operato dalla Consob in merito alla assegnazione dei *benefit* a favore dei dipendenti e degli amministratori della società, che già trova una sua articolata dottrina nell'art. 114-bis Tuf, per la cui analisi si rinvia al relativo commento.

seppur in forma semplificata secondo quanto previsto dal modello 1M degli allegati al reg. Emittenti, si assiste, invece, a un sostanziale azzeramento del potere di controllo da parte della Consob nel caso di offerte di strumenti diversi dai titoli di capitale non subordinati, convertibili o scambiabili, privi del diritto di sottoscrivere o di acquisire altri tipi di strumenti e neppure collegati ad uno strumento derivato, che siano effettuate da banche in modo continuo per un ammontare massimo di settantacinque milioni di euro, calcolato sull'intero mercato europeo<sup>50</sup>, in un arco di tempo non superiore ad un anno *ex art. 34-ter*, comma 4, reg. Emittenti<sup>51</sup>. In tal caso, infatti, pur se si rende necessario pubblicare un prospetto in forma semplificata, il contenuto di questo non è trasmesso né vagliato dalla Consob ai sensi dell'art. 34-ter, comma 5, reg. Emittenti. La disposizione si giustifica a fronte della tutela offerta ai sottoscrittori a mezzo della vigilanza svolta sugli emittenti dalla Banca d'Italia. Per garantire comunque l'instaurarsi di una parità di trattamento dei potenziali investitori, si prevede che la pubblicazione del prospetto venga effettuata mediante inserimento in uno o più giornali a diffusione nazionale o a larga diffusione, oppure in forma stampata e gratuita presso la sede legale dell'emittente e presso gli uffici degli intermediari incaricati del collocamento, o, ancora, in forma elettronica nel sito *internet* degli stessi soggetti. In tal caso l'emittente, l'offerente e gli intermediari incaricati del collocamento consegnano gratuitamente a chi ne faccia richiesta una copia cartacea del prospetto, così come previsto dall'art. 9, comma 1, lett. a), b) e c), reg. Emittenti. Sebbene le norme richiamate dispongano anche l'applicazione degli artt. 29 e 30 del reg. 809/2004/CE – che si occupano rispettivamente di dettare le modalità concrete della pubblicazione in forma elettronica e sui giornali – il comma 5 dell'art. 34-ter reg. Emittenti non richiede

la pubblicazione dell'avviso che indichi in che modo il prospetto è stato reso disponibile e dove esso può essere ottenuto dal pubblico, così come imposto normalmente dal comma 2 dell'art. 9, né richiede che il prospetto semplificato sia trasmesso e approvato dalla Consob<sup>52</sup>. Dal quadro complessivo emerge una disciplina di favore per gli emittenti bancari, dettata dalla necessità di semplificare la raccolta del risparmio attuate a mezzo di emissioni di modesta entità principalmente offerte tramite la rete distributiva degli istituti di credito<sup>53</sup>.

### Bibliografia

La bibliografia relativa al commento di questo articolo è inclusa in quella posta a termine del commento all'art. 101.

<sup>50</sup> Quest'ultima disposizione è stata aggiunta dall'art. 1, comma 1, lett. p), delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079.

<sup>51</sup> Sulla diffusa prassi delle banche di collocare i propri titoli di debito direttamente presso i propri sportelli cfr. ZATTI, *Le obbligazioni*, 69 s. Delle ulteriori semplificazioni sono previste per le emissioni di strumenti diversi dai titoli di capitale offerti in modo continuo o ripetuto da banche di credito cooperativo e da banche che, ai sensi dell'art. 2409-bis, comma 2, c.c., possono prevedere nello statuto che il controllo contabile sia esercitato dal collegio sindacale. In questo caso il comma 6 dell'art. 34-ter reg. Emittenti dispone che gli emittenti non sottopongano il bilancio d'esercizio e quello consolidato al giudizio di un revisore legale o di una società di revisione legale iscritti nell'apposito registro *ex art. 97*, comma 3, Tuf e che la relazione di revisione contenente il giudizio sul bilancio *ex art. 96* Tuf possa essere espressa dal soggetto incaricato del controllo contabile ai sensi dell'art. 14, d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39.

<sup>50</sup> Tale previsione è stata aggiunta dall'art. 1, comma 2, lett. d), delibera Consob 9 maggio 2012, n. 18214.

<sup>51</sup> La disposizione è stata modificata dall'art. 1, comma 1, lett. p), delibera Consob 20 gennaio 2012, n. 18079: in precedenza la soglia massima di emissione era pari a cinquanta milioni.