

Agosto 2020

## Controlli sui prospetti informativi: l'autoesonero di responsabilità da parte dell'Autorità di Vigilanza

*Gioacchino Amato e Nicola Pierotti, Deloitte Legal*

### 1. Introduzione

Lo scorso 9 luglio 2020, la Consob ha approvato la Comunicazione n. 7/2020 (la “**Comunicazione**”) riguardante i criteri di controllo del prospetto di offerta e ammissione alle negoziazioni di titoli nell’ambito della disciplina introdotta dal Regolamento UE 1129/2017 del 14 luglio 2017 (il “**Regolamento Prospetto**”) e dal Regolamento Delegato UE 980/2019 della Commissione del 14 marzo 2019 (il “**Regolamento Delegato**”), emanato in conformità a quanto previsto dall’art. 44 Regolamento Prospetto, che ha abrogato la Direttiva 2003/71/CE (la “**Direttiva Prospetto**”).

La Comunicazione, pubblicata in seguito alla conclusione di una pubblica consultazione appositamente indetta<sup>1</sup> (la “**Consultazione**”), si pone l’obiettivo di riformare il contenuto della precedente Comunicazione DEM/9025420 del 24 marzo 2009, con la quale la Consob aveva definito le attività di propria competenza in relazione all’approvazione dei prospetti concernenti titoli azionari, redatti ai sensi della Direttiva Prospetto.

Tale revisione si è resa necessaria in seguito all’introduzione del Regolamento Prospetto e del Regolamento Delegato, mediante i quali il legislatore europeo ha apportato delle modifiche significative alla disciplina previgente con l’intento di uniformare le attività delle varie Autorità competenti nazionali (“**ACN**”) in sede di approvazione dei prospetti.

In tale prospettiva, la Comunicazione intende dunque adeguare i compiti della Consob in relazione al mutato assetto normativo, superando quanto stabilito dalla precedente comunicazione del 2009 e inserendosi in un più ampio insieme di iniziative di revisione avviate dalla stessa Autorità riguardo le proprie attività, volte a garantire la chiarezza e la semplificazione delle informazioni da rendere nei prospetti.

---

<sup>1</sup>La pubblicazione della Comunicazione è stata preceduta da una consultazione pubblica sulla bozza della stessa indetta il 19/07/2019 e conclusa in data 03/09/2019. La relazione illustrativa degli esiti della consultazione è consultabili al seguente link: [https://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/relazione\\_illustrativa\\_-\\_comunicazione\\_consob\\_9\\_luglio\\_2020\\_n.\\_7.pdf](https://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/relazione_illustrativa_-_comunicazione_consob_9_luglio_2020_n._7.pdf).

## 2. Il nuovo impianto regolamentare e l'orientamento della Consob

Nel regime vigente sotto la Direttiva Prospetto, l'approvazione del prospetto era genericamente definita come “*l'atto positivo ad esito della verifica della completezza, ivi incluse la coerenza e la comprensibilità, delle informazioni contenute nel prospetto*”<sup>2</sup>, senza che vi fossero ulteriori norme di rango europeo a disciplinare le attività di controllo dei prospetti cui le Autorità Competenti Nazionali (“ACN”) avrebbero dovuto conformarsi. I singoli Stati membri hanno pertanto adottato procedure di controllo e approvazione dei prospetti che sono risultate sostanzialmente diverse tra loro favorendo la frammentazione e ostacolando il buon funzionamento del mercato interno dell'Unione europea<sup>3</sup>.

Con l'introduzione del Regolamento Prospetto e del Regolamento Delegato<sup>4</sup>, il legislatore europeo, ha voluto invertire questa tendenza divergente in favore di un più alto livello di armonizzazione della materia in questione, con l'intento di favorire una riduzione dei tempi istruttori e di approvazione delle ACN, nonché degli oneri informativi/amministrativi in capo ai soggetti tenuti alla redazione di un prospetto.

In tal senso, il Regolamento Delegato prevede specifici criteri per il controllo del prospetto e contiene disposizioni relative alle procedure di approvazione delle ACN, che sono dunque direttamente applicabili negli ordinamenti de singoli Stati membri.

Parimenti, anche alla luce degli “*Orientamenti in materia di fattori di rischio ai sensi del regolamento sul prospetto*” pubblicati dall'ESMA nel marzo 2019, ai sensi del Regolamento Prospetto anche le modalità di rappresentazione dei fattori di rischio, i quali devono essere specifici per l'emittente e/o i titoli in quanto fondamentali per le decisioni d'investimento, oltre che coerenti con il complessivo contenuto del prospetto<sup>5</sup>, devono rispecchiare i canoni della chiarezza e della semplificazione delle informazioni riportate nel prospetto<sup>6</sup>.

---

<sup>2</sup> Cfr. art. 2, lett. q), Direttiva Prospetto.

<sup>3</sup> Cfr. Considerando (4) del Regolamento Prospetto.

<sup>4</sup> L'utilizzo da parte del legislatore europeo dello strumento normativo del regolamento europeo è giustificato dal fatto che, come noto, lo stesso è direttamente applicabile nell'ordinamento nazionale degli Stati membri e non necessita l'adozione di norme nazionali di recepimento. In tal senso, si è voluta assicurare una maggiore armonizzazione della normativa tra gli Stati membri dell'Unione Europea rispetto a quella precedentemente posta dalla Direttiva Prospetto (Cfr. Considerando (5) del Regolamento Prospetto).

<sup>5</sup> Cfr. art. 16 del Regolamento Prospetto.

<sup>6</sup> Il rispetto dei canoni della chiarezza e della semplificazione emerge anche da altre innovazioni previste dal Regolamento Prospetto e segnatamente dagli: (i) artt. 9 e 20, par. 6, con riferimento al documento di registrazione universale (DRU) e la connessa *fast track* nell'approvazione del prospetto conseguente all'acquisizione dello *status* di emittente frequente, (ii) art. 19, con riferimento al processo di *incorporation by reference*, (iii) art. 7, con riferimento alla nota di sintesi, (iv) artt. 8, par. 6 e 8, del Regolamento Prospetto, riguardo la possibilità che il prospetto di base sia costituito da documenti distinti e la previsione di una nota di sintesi per il prospetto di base solo con riferimento alla singola emissione una volta redatte le relative

Tenuto conto dell'esigenza di adeguare la posizione della Consob alla luce del mutato assetto normativo, la Comunicazione ha inteso ridisegnare il perimetro delle attività di competenza dell'Autorità in sede di approvazione dei prospetti nell'ottica, *inter alia*, di semplificare gli oneri a carico degli operatori di mercato e tenendo conto di due importanti fattori.

Da una parte, i numerosi compiti istituzionali di vigilanza in settori ulteriori rispetto all'approvazione dei prospetti d'offerta e/o ammissione alle negoziazioni che la Consob si è vista attribuire dall'entrata in vigore della Direttiva Prospetto.

Dall'altra, la presenza di diverse e distinte autorità nel sistema di vigilanza finanziario italiano, quali Consob, Banca d'Italia e Ivass, che ha reso necessaria un'intensificata attività di coordinamento e collaborazione tra le stesse.

Ciò posto, la Comunicazione è volta ad offrire agli operatori e a tutto il pubblico "*un primo indirizzo connesso all'applicazione del nuovo contesto regolamentare*" in merito agli aspetti di seguito indicato:

- i criteri di controllo del prospetto, compresi quelli aggiuntivi, previsti dal Regolamento Delegato;
- l'applicazione dell'approccio proporzionato al controllo dei prospetti, delle sue parti costitutive e dei supplementi.
- gli scambi d'informazione all'interno della Consob e con le altre Autorità di vigilanza del settore finanziario;
- i controlli esclusi nell'ambito dell'attività di verifica dei prospetti.

### **3. Criteri ordinari di controllo dei prospetti e criteri aggiuntivi**

Come anticipato, una delle novità più significative introdotte dalla nuova disciplina è rappresentata dalla specifica indicazione dei criteri di controllo cui ciascuna ACN deve attenersi nell'ambito della procedura di approvazione del prospetto.

Il Regolamento Delegato, in virtù della delega legislativa contenuta nell'art. 20, par. 11 del Regolamento Prospetto, specifica infatti i criteri per il controllo delle informazioni rese nel prospetto, distinguendoli nelle categorie della completezza (art. 36), comprensibilità (art. 37) e coerenza (art. 38)<sup>7</sup>. Tali criteri possono applicarsi al prospetto o alle sue parti costitutive (Documento di Registrazione, Nota Informativa e Nota di

---

condizioni definitive, e (v) artt. 14 e 15 del Regolamento Prospetto, con riferimento all'informativa semplificata per le operazioni sul mercato secondario o per le PMI.

<sup>7</sup> La previsione di una simile disciplina di dettaglio, completamente assente sotto il vigore della Direttiva Prospetto, riduce considerevolmente l'ambito di discrezionalità delle singole ACN.

Sintesi), compreso il documento di registrazione universale (DRU), e a tutte le relative modifiche del DRU, nonché ai supplementi del prospetto.

Al riguardo, si segnala che, nel nostro ordinamento, i criteri della completezza, comprensibilità e coerenza nella verifica delle informazioni contenute nel prospetto, già erano previsti dall'art. 94-*bis* del D. Lgs. 58/98 (“**Testo Unico della Finanza**” o “**TUF**”).

In particolare gli artt. 36, par. 1, 37, par. 1 e 38 del Regolamento Delegato stabiliscono dei criteri di controllo i quali, in quanto riferibili a tutti i prospetti e potenzialmente applicabili da ciascuna ACN, possono definirsi come obbligatori o *standard*. Gli artt. 36, par. 2 e 37 par. 2 del Regolamento Delegato prevedono invece poteri specifici in capo alle ACN, da valutarsi caso per caso, al fine di migliorare la completezza e la comprensibilità delle informazioni inserite nella bozza di prospetto.

Fermi restando i criteri di completezza, comprensibilità e coerenza previsti negli articoli sopra menzionati, l'art. 40 del Regolamento Delegato prevede espressamente la facoltà di ciascuna ACN di applicare criteri aggiuntivi per il controllo dei prospetti, laddove ciò si renda necessario ai fini della tutela degli investitori. Tuttavia, l'art. 40 del Regolamento Delegato non fornisce alcuna indicazione di sorta in merito a tali criteri aggiuntivi, lasciando dunque un rilevante margine di discrezionalità alla ACN in relazione alle peculiarità del caso specifico.

Sul punto la Consob ha integrato la Comunicazione con alcune fattispecie che, sulla scorta della consolidata prassi di vigilanza dell'Autorità, generalmente richiedono maggiori approfondimenti istruttori, rappresentando, pertanto, fattispecie che legittimano il ricorso a criteri aggiuntivi ex art. 40 Regolamento Delegato<sup>8</sup>.

Le predette tipologie di casi, indicate a titolo meramente esemplificativo e non esaustivo dalla Consob, comprendono: (i) casi di segnalazioni o esposti provenienti da soggetti esterni, inclusi quelli trasmessi mediante la procedura di *whistleblowing*, in merito all'emittente e/o alle informazioni riportate nel prospetto da approvare; (ii) casi di informazioni diffuse tra il pubblico anche tramite strumenti di comunicazioni di massa (internet, agenzie di stampa, ecc.), qualora le stesse si rivelino incoerenti con quelle fornite nel prospetto da approvare; (iii) casi di approfondimenti istruttori o richieste

---

<sup>8</sup> Le fattispecie, indicate a titolo meramente esemplificativo dalla Consob, riguardano: (i) segnalazioni o esposti da soggetti esterni, incluse quelle trasmesse con la procedura *whistleblowing*, in merito all'emittente e/o alle informazioni riportate nel prospetto da approvare; (ii) informazioni diffuse tra il pubblico anche tramite strumenti di comunicazioni di massa (internet, agenzie di stampa, ecc.), qualora le stesse si rivelino incoerenti con quelle fornite nel prospetto da approvare; (iii) approfondimenti istruttori o richieste integrative inerenti il trattamento contabile adottato dall'emittente per la rappresentazione pro-forma dell'operazione prodotta in occasione del prospetto da approvare; (iv) informazioni aggiuntive in ipotesi di *Initial Public Offering*, con particolare riferimento alle rilevanti modifiche organizzative che la società ha intrapreso al fine di ottemperare alla normativa applicabile alle società quotate; e (v) accertamenti sulla dichiarazione sul capitale circolante degli emittenti titoli *equity*, nel caso in cui la stessa sia insussistente rispetto ad altre informazioni contenute nel prospetto da approvare.

integrative inerenti il trattamento contabile adottato dall'emittente per la rappresentazione *pro-forma* dell'operazione prodotta in occasione del prospetto da approvare; (iv) casi di *initial public offering* (IPO), con particolare riferimento alle rilevanti modifiche organizzative che la società ha intrapreso al fine di ottemperare alla normativa applicabile alle società quotate; e (v) accertamenti sulla dichiarazione sul capitale circolante effettuate da emittenti titoli di capitale, nel caso in cui la stessa sia incoerente con altre informazioni contenute nel prospetto da approvare.

Resta inteso, ha precisato la Consob, che l'esercizio di tale facoltà non dovrà avvenire in automatico al ricorrere delle fattispecie esemplificate, ma tenere conto in concreto di ciascun singolo caso, valutando nello specifico le caratteristiche dell'emittente e della singola offerta o ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato<sup>9</sup>.

Tale ultima precisazione in merito ai criteri aggiuntivi si è resa necessaria al fine di non generare il falso convincimento negli operatori che l'elenco di fattispecie presente nella Comunicazione presenti i caratteri dell'eshaustività e la tassatività, indicando le uniche ipotesi in cui è legittimato ed obbligatorio il ricorso a criteri aggiuntivi di controllo della completezza, comprensibilità e coerenza delle informazioni da inserire nel prospetto.

A tal riguardo si segnala che l'approccio tenuto da Consob con riferimento ai criteri aggiuntivi, già presente nella bozza sottoposta a consultazione, ha raccolto delle critiche da alcuni dei partecipanti alla Consultazione, di natura sia formale che sostanziale.

Da un punto di vista formale, infatti, è stato sostenuto che le modalità di ricorso ai criteri aggiuntivi non possano essere preventivamente determinate all'interno di una comunicazione avente carattere generale. D'altra parte, sotto un profilo sostanziale, il tenore letterale dell'art. 40 del Regolamento Delegato, legittimerebbe l'uso di tali criteri solo in quanto necessario alla tutela degli investitori.

In altri termini, secondo alcuni dei partecipanti alla Consultazione, l'attivazione sistematica di criteri aggiuntivi per le fattispecie enucleate *a priori* all'interno della Comunicazione, rischierebbe di pregiudicare il raggiungimento degli obiettivi di semplificazione e di riduzione dei tempi di approvazione del prospetto perseguiti dal Regolamento Prospetto.

Infine, l'Autorità ha inteso riservarsi la facoltà di (i) individuare ulteriori fattispecie esemplificative che richiedano l'applicazione di criteri aggiuntivi ai sensi dell'art. 40 del Regolamento Prospetto e (ii) rivedere e cessare di applicare, a seguito di eventuali indicazioni dell'ESMA, alcuni criteri usati fino ad ora, in quanto non più adatti ai controlli da effettuare sui prospetti alla luce del mutato assetto normativo.

---

<sup>9</sup> Cfr. Relazione illustrativa (10 luglio 2020), pag. 11, reperibile al seguente link: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/comunicati-stampa>.

#### 4. L'approccio proporzionato

Con l'intento di ottimizzare le operazioni di controllo poste in essere da ciascuna ACN e di ridurre gli oneri amministrativi gravanti sugli emittenti, il Regolamento Delegato, ha inoltre stabilito che le verifiche sui prospetti devono assumere un approccio proporzionato laddove oggetto di approvazione sia una bozza di prospetto sostanzialmente simile ad un prospetto già approvato dalla medesima ACN.

In merito alla nozione di prospetto sostanzialmente simile, la Consob ha affermato che la similarità deve sussistere da un punto di vista sostanziale e ciò può avvenire anche laddove la bozza di prospetto oggetto di approvazione abbia un formato diverso da quello utilizzato nel prospetto già approvato<sup>10</sup>.

La valutazione sull'analogia delle informazioni può inoltre essere effettuata, secondo il dettato dall'art. 35 del Regolamento Delegato, anche in relazione alle singole parti costitutive del prospetto<sup>11</sup>, inclusi eventuali successivi supplementi.

Ciò detto, il principio dell'approccio proporzionato sancito dall'art. 41 del Regolamento Delegato, prevede che, nel caso in cui una bozza di prospetto presentata ad una ACN per l'approvazione sia (i) sostanzialmente simile ad un prospetto già approvato dalla medesima ACN ed (ii) evidenzi tutte le modifiche che lo differenziano dal prospetto precedentemente approvato, l'Autorità dovrà applicare i criteri ordinari di controllo (*i.e.* artt. 36, 37 e 38 del Regolamento Delegato) soltanto con riferimento a quelle parti che sono state modificate rispetto al prospetto già approvato e quindi non sono mai state verificate dalla stessa Autorità, nonché a ogni altra informazione sulla quale le modifiche apportate hanno incidenza.

In ogni caso, precisa la Consob, nell'applicazione del principio dell'approccio proporzionato si dovrà tenere conto delle peculiarità del procedimento di approvazione dei prospetti, definito come “*procedura iterativa*” dal Considerando (26) del Regolamento Delegato, tale che la decisione dell'ACN di approvare la bozza di prospetto può richiedere vari cicli di analisi della bozza stessa, per assicurare che le informazioni *ivi* contenute rispondano ai criteri di completezza, comprensibilità e coerenza.

Inoltre, la Comunicazione sottolinea che l'Autorità ha comunque il potere/dovere di esercitare un controllo secondo i summenzionati criteri standard e di richiedere informazioni anche sulle parti non oggetto di modifica laddove emergano aspetti significativi in una fase successiva rispetto al primo scrutinio. Ciò in conformità alla posizione espressa dall'ESMA nel “*Final Report. Technical Advice under the Prospectus Regulation*”, secondo la quale, laddove vi siano questioni significative precedentemente

---

<sup>10</sup> A titolo esemplificativo, saranno considerati sostanzialmente simili, una bozza di prospetto ed un prospetto già approvato che differiscono tra di loro per il solo fatto che il primo sia redatto in documenti distinti mentre il secondo è composto da un unico documento.

<sup>11</sup> Ad esempio, potrebbe confrontarsi solo la bozza di nota informativa sui titoli con la medesima sezione presente nel prospetto già approvato.

non individuate, negare alle ACN la possibilità di svolgere attività di verifica anche sulle parti già controllate, costituirebbe una inosservanza del principio di tutela degli investitori, alla base della disciplina degli obblighi informativi in capo agli emittenti<sup>12</sup>.

## 5. Informazioni interne ed esterne alla Consob

La disciplina introdotta dal Regolamento Prospetto impone, *inter alia*, anche una più stretta collaborazione, nella procedura di approvazione dei prospetti, tra le ACN e le altre autorità con compiti di vigilanza sul sistema finanziario, quali autorità di regolamentazione bancaria e assicurativa o autorità incaricate della vigilanza sulle quotazioni, al fine di assicurare l'efficienza del processo di controllo e di approvazione dei prospetti nel comune interesse degli emittenti, degli investitori, dei partecipanti al mercato e dei mercati stessi<sup>13</sup>.

A tal riguardo, la Comunicazione stabilisce che l'attività di controllo dei prospetti espletata dalla Consob possa basarsi anche sulle informazioni acquisite da unità organizzative, interne all'Autorità, diverse da quella deputata all'approvazione dei prospetti, e anche sulle informazioni acquisite dalle varie interlocuzioni con le altre Autorità preposte alla vigilanza del settore finanziario italiano.

Sul punto, vi è da segnalare che alcuni partecipanti alla Consultazione hanno espresso delle perplessità in tema, criticando l'istituzionalizzazione di scambi informativi sia interni, ossia la facoltà della Consob di attingere al patrimonio informativo relativo all'emittente/offerente formato nell'esercizio di compiti istituzionali diversi dall'approvazione dei prospetti, sia di scambi informativi esterni, ovvero quelli con altre Autorità<sup>14</sup>.

Quanto al primo profilo, secondo i partecipanti in questione, la predetta facoltà di Consob condurrebbe, con riferimento alle informazioni contenute nei prospetti, ad un livello di accuratezza delle informazioni disomogeneo, in quanto le informazioni riguardanti sanzioni o provvedimenti di *enforcement* delle informazioni finanziarie adottati da

---

<sup>12</sup> Ferma restando tale possibilità, ciascuna ACN dovrebbe sforzarsi (“*should endeavour*”) di richiedere modifiche o informazioni supplementari alla bozza di prospetto prima possibile e quindi evitando di riaprire l'esame su contenuti o parti del prospetto che sono già stati oggetto di richieste informative. Così, ESMA, Final Report. Technical advice under the Prospectus Regulation cit. pag. 220 parr. 871. Il Final Report è reperibile al seguente link: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-800\\_final\\_report\\_on\\_technical\\_advice\\_under\\_the\\_pr.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-800_final_report_on_technical_advice_under_the_pr.pdf).

<sup>13</sup> Cfr. Considerando (71) del Regolamento Prospetto.

<sup>14</sup> ABI e Assonime ritengono che, nelle attività di controllo dei prospetti, la Consob possa utilizzare soltanto le informazioni di cui dispone per l'esercizio di tale attività, e non tutto il patrimonio informativo a sua disposizione in ragione di diversi compiti istituzionali alla stessa riservati. Per approfondimenti sul punto si rimanda alle Osservazioni al documento di consultazione del 19 luglio 2019 sollevate da Assonime, reperibili al seguente link: [http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni/documenti/Regolamentazione/osservazioni\\_consultazione/comunicazione\\_criteri\\_controllo\\_prospetto/osservazioni.htm](http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni/documenti/Regolamentazione/osservazioni_consultazione/comunicazione_criteri_controllo_prospetto/osservazioni.htm)

Consob risulterebbero rappresentate in maniera più accurata rispetto alle informazioni riguardanti provvedimenti adottati da altre Autorità.

Con riferimento agli scambi informativi esterni ed interni, è stato osservato che tale prassi rischierebbe di allungare significativamente la durata del processo di approvazione del prospetto e mal si concilierebbe con la finalità di semplificazione procedurale su cui poggia la disciplina introdotta dal Regolamento Prospetto.

A tal riguardo, la Comunicazione ribadisce che il ricorso all'intero patrimonio informativo interno alla Consob ed il ricorso agli scambi informativi interni ed esterni rappresentano degli strumenti direttamente o indirettamente imposti da obblighi di legge al fine di garantire una complessiva unitarietà ed efficacia all'azione dell'Autorità in materia di approvazione dei prospetti.

## **6. I controlli esclusi nell'ambito dell'attività di verifica dei prospetti**

Un punto di continuità tra la disciplina vigente sotto la Direttiva Prospetto e quella introdotta con il Regolamento Prospetto si sostanzia nelle verifiche nei controlli esclusi nell'ambito dell'attività di verifica dei prospetti.

A tal riguardo, la Comunicazione precisa che, nella nuova disciplina, i seguenti controlli non dovrebbero rientrare tra le attività che la Consob è tenuta a svolgere in sede di approvazione dei prospetti:

- la verifica della rispondenza al vero dei fatti riportati nel prospetto;
- la verifica della conformità delle informazioni finanziarie alla normativa di riferimento;
- l'esame della rispondenza dei dati di bilancio contenuti nel prospetto alla contabilità sociale;
- il riesame puntuale della corrispondenza ai dati contabili delle rielaborazioni effettuate ai fini dell'inserimento nel prospetto;
- la verifica della conformità dell'operazione societaria alla normativa applicabile.

Ciò in quanto, la procedura di approvazione del prospetto verte sulle informazioni in esso contenute e non costituisce un'approvazione, da parte dell'Autorità, dell'operazione d'offerta/ammissione alle negoziazioni.

Se ciò non fosse vero, spiega la Consob, le attività poste in capo a ciascuna ACN si sostanzierebbero in complesse e articolate operazioni di *due diligence* sui dati e le informazioni riportate nel prospetto<sup>15</sup>, che andrebbero ben oltre l'applicazione dei criteri

<sup>15</sup> Si veda il documento di consultazione relativo alla definizione del parere tecnico concernente i criteri di controllo del prospetto pubblicato dall'ESMA (*ESMA31-62-650/6 July 2017*), pag. 16, par. 28, reperibile

di completezza, coerenza e comprensibilità previsti dal Regolamento Delegato. In aggiunta l'eventuale svolgimento di controlli sulla veridicità delle informazioni rese nel prospetto, richiedendo tempi significativamente più lunghi, sarebbe in palese contrasto con il contenuto delle norme previste dal Regolamento Prospetto che mirano a semplificare e ridurre la durata del processo di approvazione del prospetto.

La Comunicazione chiarisce infatti che gli schemi di prospetto allegati al Regolamento Delegato<sup>16</sup>, riportano un'attestazione della ACN secondo cui il prospetto è approvato *“solo in quanto rispondente ai requisiti di completezza, comprensibilità e coerenza imposti dal Regolamento (UE) 2017/1129”* e che *“tale approvazione non dovrebbe essere considerata un avallo dell'emittente”, né “un avallo della qualità dei titoli”*.

Il Regolamento Prospetto, inoltre, all'art. 11 stabilisce che la responsabilità delle informazioni contenute nel prospetto spetta almeno all'emittente o ai suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, all'offerente, al soggetto che chiede l'ammissione alle negoziazioni o al garante, a seconda dei casi.

Pertanto la Consob, nell'espletare la propria attività di controllo dei prospetti, non potrà valutare nel merito le informazioni fornitegli dall'emittente, offerente o soggetto che chiede l'ammissione alle negoziazioni, in quanto tale operazione risulta al di fuori delle proprie competenze, ma potrà soltanto richiedere modifiche o informazioni supplementari da includere nel prospetto necessarie a garantire un'effettiva tutela dell'investitore, ovvero rappresentare alle persone responsabili del prospetto le ragioni per cui tale documento non è stato ritenuto idoneo all'approvazione.

## 7. Considerazioni conclusive

L'intenzione della Consob di fornire, tramite la Comunicazione, indicazioni precise sul perimetro delle attività di propria competenza in sede di approvazione dei prospetti alla luce del mutato assetto normativo, risulta sicuramente apprezzabile sotto il profilo dello sforzo di orientare i vari operatori di mercato nell'interpretazione delle disposizioni del Regolamento Prospetto.

Tuttavia, da un punto di vista strettamente metodologico, la determinazione unilaterale e autoreferenziale, da parte della Consob, volta a circoscrivere il proprio ambito di responsabilità in sede di approvazione del prospetto interferisce con una consolidata giurisprudenza di legittimità che si è pronunciata sia sulla natura delle attività di controllo spettanti alla Consob in sede di approvazione dei prospetti, sia sulla illegittimità di dichiarazioni autoesoneranti, da parte dell'Autorità, in tema di responsabilità per omessa o insufficiente attività di controllo delle informazioni contenute nel prospetto.

---

al seguente link: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-650\\_cp\\_scrutiny\\_and\\_approval.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-650_cp_scrutiny_and_approval.pdf).

<sup>16</sup> Si vedano, in particolare, gli Allegati 1, 6, 11 e 14, punti 1.5, al Regolamento Delegato.

Difatti, *in primis*, giova rilevare che l'art. 20, par. 9 del Regolamento Prospetto afferma chiaramente che il regime di responsabilità delle ACN preposte al controllo dei prospetti rimane disciplinato esclusivamente dal diritto nazionale – ricomprendendo dunque anche gli orientamenti giurisprudenziali quale diritto vivente - in quanto, essendo un tema di grande rilevanza non solo normativa ma anche giurisprudenziale<sup>17</sup>, il principio di uniformità e armonizzazione lascia il posto alla sensibilità delle varie giurisprudenze nazionali.

Ciò posto, si segnala che la Suprema Corte, a partire dalla sentenza n. 3132 del 3 marzo 2001, ha affermato il principio di diritto secondo cui la Consob, in sede di approvazione dei prospetti, è dotata di poteri di controllo incisivi ed estesi, tali da poter assicurare che i prospetti siano privi di informazioni manifestamente false o inesatte e che, ove necessario ai fini della tutela degli investitori, la Consob disponga l'interruzione della stessa operazione di offerta<sup>18</sup>. Qualsiasi diversa interpretazione, sempre secondo la giurisprudenza di legittimità, sarebbe da considerare in contrasto con la *ratio* ispiratrice del sistema di garanzie perseguite con l'istituzione della stessa Consob<sup>19</sup>.

Inoltre, con la stessa pronuncia del 2001, la Cassazione Civile ha stabilito che il parametro per valutare l'attività della Consob, quale organo pubblico con specifiche funzioni normativamente predeterminate, è rappresentato dalle regole di imparzialità, correttezza e buona amministrazione oggettivamente intese, non potendo avere alcun valore vincolante, nei confronti dell'Autorità giudiziaria, eventuali dichiarazioni autoesoneranti provenienti dalla stessa Autorità<sup>20</sup>.

L'approccio marcatamente autoesonerante adottato dalla Consob nella Comunicazione è particolarmente evidente sul tema dei controlli esclusi nell'ambito delle attività di verifica dei prospetti. Difatti, la Consob ha declinato ogni responsabilità in merito a determinate tipologie di verifiche, tra cui, il controllo circa la veridicità delle informazioni contenute nel prospetto stesso, rimarcando una netta separazione tra prospetto ed offerta/ammissione e specificando che l'approvazione del prospetto non implica in alcun modo l'approvazione dell'offerta/ammissione.

---

<sup>17</sup> Sul tema cfr. B. ANDÒ, Il problema della responsabilità delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari. Profili comparatistici, Milano 2008 e, con riferimento all'ordinamento italiano, G. ALPA, La responsabilità extracontrattuale della Consob: alcuni problemi di metodo e di merito, in Nuova giur. Civ. comm., 2004, 90 e ss.; F. SARTORI, La responsabilità da prospetto informativo, in Riv. dir. banc., [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), 8, 2011.

<sup>18</sup> Cfr. Cass. Civ. sez. I n. 4587/2009 e Cass. Civ. sez. I n. 3132/2001.

<sup>19</sup> Cfr. Cass. Civ. sez. I n. 3132/2001. In particolare la Suprema Corte ha stabilito che “ipotizzare che l'intero procedimento di comunicazione di dati, di allegazione di documentazione e di pubblicazione del prospetto riassuntivo fosse stato ideato al solo fine di consentire una programmata pubblicità della operazione ed affermare che in tal quadro alla CONSOB spettasse solo di regolare-integrare i modi di pubblicizzazione, significherebbe ridurre il ruolo dell'Organo di garanzia a quello di un ufficio di deposito atti”.

<sup>20</sup> Cfr. Cass. Civ. sez. I n. 3132/2001. Sul punto, il giudice di legittimità ha precisato che il comportamento dovuto dalla Consob “non è adempimento contrattuale ma osservanza delle norme/precepto afferenti alla funzione [...]”.

Seppur la posizione espressa dalla Consob è conforme al dettato normativo e al pacifico orientamento dottrinale e giurisprudenziale secondo il quale il controllo dell' Autorità non debba vertere sul merito o sull'opportunità dell'operazione dal punto di vista dei potenziali investitori<sup>21</sup>, alla luce della consolidata posizione della giurisprudenza di legittimità, l'approccio della Consob appare comunque non condivisibile sul piano del metodo.

E ciò a maggior ragione ove si consideri che il legislatore europeo ha voluto rimettere al diritto nazionale (e quindi prevalentemente alle pronunce giurisprudenziali più che alle dichiarazioni autoesoneranti delle Autorità di Vigilanza) ogni valutazione in tema di responsabilità delle ACN in sede di approvazione dei prospetti.

Inoltre, la Comunicazione, come già segnalato dai partecipanti alla Consultazione con riferimento alla relativa bozza, non ha inteso circoscrivere gli spazi di discrezionalità lasciati dal legislatore europeo alle ACN con riferimento ai criteri aggiuntivi e agli scambi informativi interni ed esterni, a discapito delle imprescindibili esigenze di certezza del diritto, programmazione economica e semplificazione procedurale sentite dagli operatori di mercato.

Quanto al ricorso ai criteri aggiuntivi, si tenga presente che, in base a quanto stabilito nella Comunicazione, la Consob, seppur non in maniera automatica e aprioristica, tenderà ad effettuare controlli aggiuntivi e richieste di integrazione, che si tradurranno in maggiori obblighi di disclosure per gli emittenti, nei seguenti casi e aree informative:

- ricezione segnalazioni o esposti, provenienti da soggetti terzi (*whistleblowers*), in merito all'emittente o alle informazioni riportate nel prospetto;
- presenza di informazioni pubblicamente disponibili e rilevanti per l'operazione d'offerta che richiedono chiarimenti;
- presenza di criticità in merito ad elementi informativi inerenti al trattamento contabile adottato nella rappresentazione *pro-forma* di un'operazione complessa prodotta in occasione del prospetto;

---

<sup>21</sup> Si fa riferimento al principio delle cd. "uova marce" secondo il quale il compito della Consob non è quello di impedire che vengano vendute "uova marce", ossia vengano offerti strumenti economicamente sconvenienti per gli investitori, bensì quello di garantire che l'investitore sia adeguatamente informato della qualità delle "uova" che sta acquistando. Sul tema, cfr. G. ROSSI, *Sul tema cfr. B. ANDÒ, Il problema della responsabilità delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari. Profili comparatistici, Milano 2008 e, con riferimento all'ordinamento italiano, G. ALPA, La responsabilità extracontrattuale della Consob: alcuni problemi di metodo e di merito, in Nuova giur. Civ. comm., 2004, 90 e ss.; F. SARTORI, La responsabilità da prospetto informativo, in Riv. dir. banc., dirittobancario.it, 8, 2011., Bologna 1986, 79; RIGHINI, L'offerta pubblica di vendita e sottoscrizione di prodotti finanziari, in Tratt. Rescigno, Torino, 2011, 465.*

- *initial public offering* (IPO), con particolare riferimento alle modifiche organizzative che l'emittente deve intraprendere per adeguarsi alla normativa applicabile alle società quotate;
- dichiarazione sul capitale circolante, richiesta per gli emittenti titoli di capitale, attestante la disponibilità di risorse liquide o di pronta liquidità.

Pertanto, nonostante le esigenze di semplificazione nella predisposizione dei prospetti informativi, dichiarate dal legislatore comunitario, in sede nazionale l'Autorità di Vigilanza ha ritenuto opportuno individuare, al contrario, fattispecie in cui l'interesse pubblico continua a giustificare una rafforzata esigenza istruttoria. Ciò tuttavia senza intaccare il profilo di responsabilità della stessa Autorità di Vigilanza in sede di controllo sui prospetti informativi, il cui perimetro rimane invariato a prescindere dal maggiore o minore interesse pubblico coinvolto e quindi della maggiore o minore incisività dei controlli effettuati.