

**CONSOB – Commissione nazionale
per le Società e la Borsa**
Divisione Studi Giuridici
Via G. B. Martini, n. 3
00198 Roma

7 febbraio 2011

Osservazioni concernenti il documento di consultazione "Bozza di comunicazione avente ad oggetto: Messaggi pubblicitari relativi ad offerte al pubblico e/o ammissioni alle negoziazioni su di un mercato regolamentato di prodotti finanziari *non-equity*. Disciplina applicabile e raccomandazioni", proposto dalla CONSOB e sottoposto a pubblica consultazione in data 17 gennaio 2011

Spettabile Commissione,

Il nostro Studio è grato per l'opportunità offerta di poter partecipare al processo di consultazione pubblica relativo alla "Bozza di comunicazione avente ad oggetto: Messaggi pubblicitari relativi ad offerte al pubblico e/o ammissioni alle negoziazioni su di un mercato regolamentato di prodotti finanziari *non-equity*. Disciplina applicabile e raccomandazioni" quale avviato da codesta spettabile Commissione in data 17 gennaio 2011 (il **Documento**).

Sottoponiamo, dunque, alla Vostra attenzione le osservazioni del nostro Studio su tale Bozza di comunicazione che tengono conto, *inter alia*, delle esigenze che il contatto costante con gli operatori del mercato, nonché le specifiche discussioni svolte con i medesimi sull'argomento oggetto della presente Consultazione, ci ha consentito di individuare.

In relazione a quanto sopra, restiamo a Vostra disposizione per fornire qualsiasi ulteriore chiarimento e approfondimento che riteniate necessari o opportuni.

ALLEN & OVERY

Per ulteriori informazioni o dettagli, vi preghiamo di contattare:

Paola Leocani (e-mail: paola.leocani@allenoverly.com - tel.: +39 02 2904 9391 / +44 20 3088 3892)

Federico Morelli (e-mail: federico.morelli@allenoverly.com – tel.: +39 02 2904 9651)

Valentina Barbanti (e-mail: valentina.barbanti@allenoverly.com – tel.: +39 06 6842 7511)

Con i nostri migliori saluti

Allen & Overy – Studio Legale Associato

Osservazioni concernenti il documento di consultazione "Bozza di comunicazione avente ad oggetto: Messaggi pubblicitari relativi ad offerte al pubblico e/o ammissioni alle negoziazioni su di un mercato regolamentato di prodotti finanziari *non-equity*. Disciplina applicabile e raccomandazioni", proposto dalla CONSOB e sottoposto a pubblica consultazione in data 17 gennaio 2011

Prendiamo atto preliminarmente della pregevole iniziativa di codesta Spettabile Commissione che contribuisce alla creazione della migliore prassi di mercato in tema di messaggi pubblicitari, chiarendo i principi di maggior rilievo applicabili.

Sottolineiamo a tal proposito, e con l'obiettivo condiviso di favorire il formarsi di una prassi di mercato virtuosa, l'importanza che codesta spettabile Commissione confermi che le previsioni della emananda comunicazione sebbene non direttamente applicabili in caso di offerte c.d. "passaportate" possano comunque essere utilizzate come linee guida, e d'altro canto che siano applicabili ai messaggi pubblicitari relativi ad ogni tipo di prodotto finanziario *non-equity*.

Con riferimento al Documento, con il quale si concorda in larga parte, si formulano di seguito alcune osservazioni del nostro Studio volte a precisare alcuni aspetti relativi alla pubblicità delle offerte al pubblico e/o delle ammissioni alle negoziazioni.

1. La diffusione di messaggi promozionali finalizzati alla vendita o sottoscrizione di prodotti finanziari non può essere considerata "offerta al pubblico" ai sensi della vigente normativa.

Al punto 1 (Premessa) del Documento, si afferma che, in ragione del disposto del vigente articolo 1, comma 1, lettera t) del Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (il TUF), "*anche la diffusione di messaggi promozionali finalizzati alla vendita o sottoscrizione di prodotti finanziari, pur se effettuata in assenza di collocamento tramite soggetti abilitati, può essere considerata, ricorrendone i presupposti, un'offerta al pubblico*".

A tal proposito, si concorda con codesta spettabile Commissione sulla circostanza secondo cui i messaggi promozionali possano costituire offerta al pubblico solo ove ne ricorrano determinati presupposti. Ed in tal senso si concorda altresì con codesta spettabile Commissione, sul fatto che la pubblicità di per sè non possa in alcun modo essere considerata automaticamente una forma di offerta al pubblico ove non ricorrano i necessari (e diversi) presupposti fattuali.

Tale circostanza risulta chiaramente (i) dalla attuale definizione di offerta al pubblico e (ii) dal regime applicabile alla pubblicità, ove lo si compari con la disciplina previgente.

Infatti la definizione di offerta al pubblico (*rectius*: sollecitazione all'investimento) precedentemente vigente conteneva un riferimento esplicito ai messaggi promozionali, definendo la sollecitazione all'investimento come "*ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma rivolti al pubblico, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari*" (il sottolineato è nostro). Anche a mente dell'articolo 94 TUF, del resto, in caso di offerta al pubblico (ora come allora) è necessaria la previa approvazione e pubblicazione di un prospetto. Coerentemente, la pubblicità, ai sensi dell'articolo 101 TUF allora vigente, poteva essere effettuata solo una volta che tale prospetto fosse stato approvato e solo a seguito dell'intervenuta approvazione del materiale pubblicitario da parte di Consob.

Come noto, però, il decreto legislativo 28 marzo 2007, n. 51, nel recepire la Direttiva 2003/71/CE del 4 novembre 2003 (la **Direttiva Prospetti**), ha modificato tale definizione (recependo sostanzialmente quella di cui all'articolo 2, comma 1, lettera d) della Direttiva Prospetti con adattamenti che non rilevano in questa sede) eliminando (volutamente) ogni riferimento ai "messaggi pubblicitari".

In un'ottica di coerenza con tale impostazione, e nonostante l'immutato disposto al riguardo dell'articolo 94 cit., i messaggi pubblicitari, ai sensi dell'articolo 101 attualmente vigente, possono essere diffusi anche prima della pubblicazione del prospetto e non sono soggetti ad approvazione preventiva da parte di Consob.

Occorre quindi tenere separate le nozioni di "offerta al pubblico" e di "pubblicità", dal momento che sono due istituti ben diversi.

Inoltre, a riprova di ciò, la "pubblicità" viene disciplinata dalla Direttiva Prospetti in un articolo *ad hoc* (l'articolo 15) e viene definita all'articolo 2, punto 9) del Regolamento (CE) n. 809/2004 del 29 aprile 2004 (il **Regolamento CE**) come "*annunci (a) relativi ad una specifica offerta al pubblico di strumenti finanziari o all'ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato [...]*", con ciò rimarcando non solo (i) come la pubblicità possa riferirsi ad un'offerta, ma anche (ii) come sia possibile una pubblicità relativa alla sola quotazione (escludendo in entrambi i casi che essa possa per definizione costituire l'*in se* dell'offerta).

In particolare quanto menzionato dianzi sub (ii) sarebbe rilevante nei casi di ammissione a quotazione "*effettuata in assenza di collocamento tramite soggetti abilitati*" ove – come pacificamente riconosciuto – non ha luogo alcuna offerta al pubblico non essendovi, inter alia, alcun periodo di offerta, né alcun collocamento, nè alcuna proposta standardizzata in termini di prezzo, e la pubblicità in parola è semplicemente rivolta a promuovere, in conformità con l'articolo 2, punto 9) cit., la quotazione degli strumenti finanziari effettuata ai sensi di un prospetto di quotazione secondo quanto disposto dall'articolo 113 TUF.

2. Si chiede di confermare l'applicazione del principio dell'*home member state* ai sensi dell'articolo 15 della Direttiva Prospetti con riferimento a pubblicità relative alle offerte al pubblico e/o alle ammissioni a negoziazione il cui prospetto è approvato da un'Autorità competente dell'Unione Europea diversa da CONSOB

Ancora al punto 1 (Premessa) del Documento, si afferma che "*i criteri dettati dalla Consob nel Regolamento Emittenti recepiscono nell'ordinamento nazionale i principi stabiliti dalla Direttiva 2003/71/UE (Direttiva Prospetto) ed in quanto tali devono ritenersi validi anche per i messaggi pubblicitari relativi ad offerte e/o ammissioni il cui prospetto è approvato da altra Autorità competente dell'Unione*".

Comprendiamo a tal proposito che l'approccio di codesta spettabile Commissione sia coerente con la circostanza di non disporre del potere di esercitare un controllo di conformità sulla pubblicità, ai sensi della Direttiva Prospetti.

A tal proposito, infatti, la Direttiva Prospetti dispone (articolo 15, comma 6) che sia l'autorità competente dello stato membro di origine ad esercitare il controllo sulla conformità ai principi contenuti nell'articolo 15 della attività pubblicitaria relativa ad un'offerta o ad una ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato.

Tale norma è altresì coerente con il principio ispiratore dell'intera Direttiva Prospetti del c.d. "passaporto unico" (si vedano a tal proposito il considerando 14 "*la concessione all'emittente di un passaporto unico valido nell'intera Comunità e l'applicazione del principio del paese di origine implicano l'individuazione dello Stato membro d'origine come quello più idoneo a provvedere alla regolamentazione dell'emittente ai fini della presente direttiva*" e il considerando 33 "*Al fine di evitare che la legislazione comunitaria presenti lacune che potrebbero ridurre la fiducia del pubblico e pregiudicare quindi il corretto funzionamento dei mercati finanziari, è inoltre necessario armonizzare le pubblicità*").

Si ritiene tuttavia utile che codesta Commissione confermi che la normativa applicabile alla pubblicità diffusa in Italia nell'ambito di offerte al pubblico e/o di ammissioni alle negoziazioni a valere su un prospetto

approvato da un'Autorità competente estera sia la normativa dello Stato membro di origine, dovendo guardarsi agli orientamenti espressi in materia da CONSOB al più quali raccomandazioni e principi, di cui tenersi conto nel contesto di operazioni c.d. passaportate nell'ottica dello sviluppo di una virtuosa e uniforme prassi di mercato nel nostro Paese.

Si noti altresì che ai sensi dell'articolo 15, comma 7 della Direttiva Prospetti (come recentemente modificato dalla Direttiva 2010/73/UE) la Commissione Europea ha ricevuto delega (ai sensi degli articoli 24a, 24b e 24c della Direttiva Prospetti stessa) per adottare uno o più atti (*delegated acts*) esplicitamente volti a specificare i requisiti previsti dall'articolo 15. Sarà pertanto opportuno considerare il contenuto di tali atti affinché l'emananda comunicazione non si riveli in contrasto coi medesimi. Si sottolinea inoltre che qualora tali atti assumano la forma del regolamento comunitario essi sarebbero immediatamente applicabili negli Stati membri ed importerebbero *ipso facto* la disapplicazione di ogni altra norma, cogente e non, laddove in contrasto.

3. Si chiede di confermare che non occorre depositare presso la Consob la pubblicità relativa ad offerte passaportate

In conseguenza di quanto sopra, si aggiunge che non pare opportuno prevedere che la documentazione pubblicitaria relativa ad una offerta/ammissione a quotazione in cui l'Italia sia Stato membro ospitante (c.d. passaportata) debba essere trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione, al fine di non creare disarmonie fra l'ordinamento italiano e quello comunitario e dei singoli Stati membri.

In particolare si osserva che codesta spettabile Commissione ha già rimarcato come le condizioni definitive relative ad un'offerta/ammissione a quotazione c.d. "passaportata" non siano da trasmettere preventivamente alla Consob, prendendo opportuna posizione successivamente alla pubblicazione del *Fourth Informal Meeting* dell'8 marzo 2005 (in cui con riferimento all'articolo 5, comma 4 della Direttiva Prospetti si precisa che il riferimento al deposito delle condizioni definitive presso l'autorità competente deve essere interpretato in modo coerente con il resto della Direttiva Prospetti e che essendo le condizioni definitive parte del prospetto, devono essere trattate in maniera analoga e quindi depositate presso l'Autorità competente dello Stato membro di origine) e della Q&A 1 del CESR (che prevede come facoltativo il deposito presso l'autorità competente dello Stato membro ospitante e su cui codesta Commissione nel tempo ha preso posizione chiarendo che non occorre il deposito presso Consob delle stesse). Si dovrebbe evitare quindi l'ulteriore disarmonia, nel contesto di una medesima offerta al pubblico o di una ammissione a quotazione, in forza della quale si dovrebbero depositare presso Consob (in qualità di Autorità competente dello Stato membro ospitante) i messaggi pubblicitari relativi ad un'offerta al pubblico e/o ad una ammissione a quotazione c.d. passaportata, ma non le relative condizioni definitive.
