

NewsLator

Bollettino telematico di informazione e aggiornamento legale edito da

STUDIO GHIDINI, GIRINO & ASSOCIATI

Maggio – Giugno 2007 - N. 2 Anno 2007

Nuovo diritto finanziario

PROSPETTI D'OFFERTA: COME ESSERE COMPENSIBILI?

Vi sono, nel diritto come nella vita quotidiana, problemi annosi destinati a rimanere eternamente irrisolti. Se poi si scende nel campo del diritto finanziario, gli "eterni insolubili" sono più di uno. Fra questi primeggia un tema che da sempre esprime, senza mai esaudirli, i desiderata di tutti i protagonisti del mercato. E' il tema della comprensibilità del prospetto informativo, la cui accessibilità costituisce da sempre il metro di misura dell'effettivo raggiungimento di un obiettivo di trasparenza e informazione: misura, occorre riconoscerlo, regolarmente mancata o insufficiente. L'attesa che ha circondato l'emanazione del d. lgs. 51, approvato il 28 marzo 2007 ed entrato in vigore nei primi giorni di maggio e che, fra gli altri, avrebbe dovuto sciogliere anche questo nodo, è stata seguita da un bisbiglio di sommessa delusione. Perché?

Sfogliare un prospetto d'offerta provoca, nei più, un senso di scoramento e fra i più vanno annoverati non solo i risparmiatori di scarsa erudizione finanziaria, ma anche investitori di maggior cultura. Spesso la quantità dell'informazione travalica i limiti di tempo e attenzione che il lettore/investitore è disponibile a dedicare, ma ancor più spesso l'impostazione del documento e il suo contenuto si rivelano scarsamente attraenti quando

non fortemente criptici. E se, da un lato, una marcata semplificazione rischia di condurre alla banalizzazione dei problemi e alla decettività dell'informazione, dall'altro l'exasperazione del tecnicismo rende il prospetto paradossalmente illeggibile (dove il paradosso sta nel fatto che, tutt'al contrario, il prospetto dovrebbe, per definizione, essere letto e compreso dall'investitore destinatario).

L'art. 12 della Legge sulla tutela sul risparmio aveva alimentato una significativa speranza demandando al legislatore delegato il compito di stabilire norme e criteri volti ad assicurare la comprensibilità del documento. Ma il citato decreto 51/2007 modificando il comma 2° dell'art. 94 TUF ha sostanzialmente declinato il compito limitandosi a stabilire che il

(segue a pag. 2)

In questo numero

PROSPETTI D'OFFERTA: COME ESSERE COMPENSIBILI?	1
UNA RIFORMA "FALLIMENTARE"?	2
ANTITRUST: LA FACILE PROVA DEL DANNO	3
ANTITRUST E "PROGRAMMA DI CLEMENZA": SCILLA E CARIDDI PER I "PENTITI"	4
CIRCOLARI	5
SEMINARI SPECIALISTICI	5
INDAGINE CONOSCITIVA SULLA FINANZA DERIVATA	5
NOVITA' EDITORIALI	5

SEGUE DA P. 1 (PROSPETTI COMPRES- SIBILI)

“prospetto contiene, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti. Il prospetto contiene altresì una nota di sintesi recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta”. Testo che, nella sostanza, replica il contenuto di quello precedente, limitandosi a richiedere che le informazioni siano espresse in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, il che equivale ad una mera tautologia. Né supplisce l'obbligo di corredare il prospetto con una nota sintetica: prescindendo dal fatto che tale obbligo già sussisteva in forza dell'art. 5.3 del Regolamento Emittenti, l'aggiunta di una nota di sintesi non è di per sé sufficiente a conferire al documento maggior comprensibilità, posto che la nota, per definizione, non può svolgere funzione informativa supplente.

Il controllo di comprensibilità resta dunque affidato alla piena ed esclusiva responsabilità della Consob senza alcun ausilio o parametro di riferimento certo a livello legislativo. Nuova dimostrazione di quel discutibilissimo stile di regolamentazione (recenti e preoccupanti esempi si registrano nella disciplina sul *market abuse*) che toglie certezza alla norma per consegnare la più ampia discrezionalità a chi sia chiamato ad applicarla.

Come muoversi in un simile scenario? Come prevenire in anticipo l'eventuale bocciatura di incomprendibilità di un prospetto? Non è agevole rispondere, ma è certo che l'attitudine degli offerenti nella predisposizione dei futuri prospetti dovrà mutare, abbandonando la logica compilativa e burocratica che ha sin qui contraddistinto lo stile redazionale ed iniziando a privilegiare un metodo comunicativo più diretto e trasparente, dove la semplificazione linguistica, il ricorso all'esemplificazione, la sistematicità espositiva e la facilità, anche grafica, di lettura diverranno le nuove basi di costruzione del documento. Un documento che, a dispetto delle apparenze, dovrà sempre più allontanarsi dalla comunicazione

standardizzata e sempre più ispirarsi a modelli di chiarezza e di personalizzazione delle forme espositive. Una partita difficile, non c'è dubbio, una partita su cui si giocherà il raggiungimento o almeno l'avvicinamento al traguardo della vera trasparenza.

(EG)

UNA RIFORMA “FALLIMENTARE”?

Drastica diminuzione delle dichiarazioni di fallimento (-50% sulla media nazionale; -90% presso i Tribunali di Genova e Napoli); incerta determinazione della “*no failure zone*”; frequenti manovre elusive da parte dei debitori. Queste solo alcune delle problematiche emerse in sede di prima applicazione della recente riforma fallimentare, cui intende porre rimedio lo schema di decreto legislativo approvato dal Consiglio dei Ministri il 15 giugno scorso.

Gli interventi più significativi si appuntano sui requisiti per la soggezione al fallimento, prerogative del comitato dei creditori e accertamento della data effettiva di cessazione dell'impresa.

Per quel che concerne la individuazione delle imprese non suscettibili di fallimento, le modifiche al testo dell'art. 1 l.f. comporteranno (i) la sostituzione del requisito del volume degli investimenti, di incerta determinazione nella prassi, con quello rappresentato dall'attivo patrimoniale, per il cui computo la Relazione ministeriale fa espresso richiamo alla “*precisa elencazione di cui all'art. 2424 c.c.*”; (ii) l'individuazione di un requisito inedito, costituito dal livello di indebitamento dell'impresa; (iii) il principio per cui l'esclusione dal novero dei soggetti fallibili presuppone il possesso congiunto (e non alternativo, come in precedenza) dei requisiti previsti dall'art. 1, co. 2 l.f. A tal riguardo, di particolare rilievo appare la precisazione per cui - in netto contrasto con la tendenza affermatasi in numerose sedi giudiziarie - l'onere della prova sul possesso dei suddetti requisiti incombe in

ogni caso sul debitore, che non potrà più rimanere inerte nell'istruttoria prefallimentare e beneficiare ugualmente della esclusione dal fallimento.

Da segnalare anche l'incremento delle prerogative del comitato dei creditori, cui viene attribuito il potere di approvare il progetto di liquidazione, in precedenza riservato al Giudice Delegato. Ciò al fine di incentivare la partecipazione dei creditori più rilevanti, sinora del tutto deficitaria.

Non meno rilevanti le novità in materia di accertamento della data di effettiva cessazione dell'attività economica, dalla quale decorre il termine annuale per la dichiarazione di fallimento. Il nuovo testo dell'art. 10 l.f. restringerà infatti ai soli creditori e al P.M. (con esclusione, dunque, dell'imprenditore cancellato d'ufficio dal registro dalle imprese) la facoltà di dimostrare che la data effettiva di cessazione dell'impresa non corrisponde a quella di cancellazione dal registro delle imprese.

In via di prima approssimazione, l'intervento correttivo è da accogliere con favore, dal momento che i problemi ingenerati dalla recente riforma non sono di poco momento. Solo la prassi delle sedi giudiziarie, tuttavia, potrà dirci se i rimedi approntati saranno efficaci: il rischio, per dirla tutta, è quello che con i nuovi requisiti di fallibilità ad aumentare siano solamente le procedure inconsistenti, con buona pace dei creditori, prima ancora che delle statistiche. (LG)

ANTITRUST: LA FACILE PROVA DEL DANNO

Violare la legge antitrust non significa soltanto esporsi alle pesanti sanzioni irrogabili dal Garante. Insomma non si risolve tutto con una "multa". Anzi, da lì forse iniziano i veri guai, ossia il rischio – oggi più che mai concreto – che la sanzione offra il destro ad una pioggia di richieste risarcitorie da parte dei consumatori. La giustizia europea d'altronde le incoraggia espressamente. La

giurisprudenza comunitaria, infatti, ha da tempo chiarito che le azioni di risarcimento danno dei consumatori contribuiscono a contrastare con maggiore efficienza le pratiche anticoncorrenziali. Secondo la Corte di Giustizia, le azioni risarcitorie "*possono contribuire sostanzialmente al mantenimento di un'effettiva concorrenza nella Comunità*" (C.G.20 settembre 2001). Sulla scorta di tali principi, la nostra giurisprudenza ha quindi affermato la legittimazione del consumatore ad agire in giudizio per il risarcimento del danno (cfr. Cassazione S.U. n. 2207 del 4 febbraio 2005), chiarendo che la normativa antitrust è posta a tutela non solo dell'imprenditore, ma di tutti i partecipanti al mercato. Ma la Suprema Corte non si è fermata qui.

Con una recentissima sentenza (2305/2007) la Cassazione ha definito i criteri secondo i quali vanno accertati e liquidati i danni che derivano ai consumatori finali da eventuali condotte anticoncorrenziali. Danni correlati alla lesione che l'atto anticoncorrenziale arreca all'interesse alla libertà contrattuale e al godimento dei benefici della competizione commerciale. A seguito di un illecito antitrust, in effetti, è proprio il consumatore a sopportare l'aumento dei costi per l'acquisto di beni offerti a prezzi "controllati". Il contratto finale tra imprenditore e consumatore costituisce, quindi, il compimento stesso dell'intesa anticompetitiva tra imprenditori, la sua realizzazione finale.

Ora, secondo questo nuovo orientamento, la prova del "patto turpe" tra due o più imprese può essere di per sé sufficiente a dimostrare la ricorrenza di un danno in capo agli acquirenti dei beni offerti da quelle imprese: in definitiva, il nesso causale tra comportamento anticoncorrenziale e danno può essere provato anche tramite presunzioni e stime probabilistiche che si fondino sul rapporto di sequenza costante tra antecedente e dato consequenziale, ossia tra l'intesa illecita come condotta preparatoria rispetto alla condotta finale. Più semplicemente, poiché di regola al patto illecito fra imprese consegue un aumento di prezzo del bene al consumo, provato il patto può ritenersi provato il danno.

Tanto comporta un notevole sensibile alligierimento dell'onere probatorio gravante sul consumatore che agisca in giudizio per ottenere i danni conseguenti ad un illecito antitrust.

Nella sostanza, assistiamo, anche in questo caso, ad una sorta di inversione dell'onere. Al consumatore basterà allegare il provvedimento sanzionatorio e dimostrare l'aumento di prezzo, mentre sarà onere dei destinatari della sanzione fornire elementi di prova contro le presunzioni o comunque dimostrare l'intervento di fattori causali diversi che siano stati da soli idonei a produrre il danno o che abbiano, comunque, concorso a produrlo. Solo in questo modo, infatti, essi potranno sottrarsi ad una eventuale condanna di risarcimento danni. Insomma, tutto dipenderà da come le imprese saranno in grado di argomentare e provare in giudizio la mancanza di un effettivo collegamento, in concreto, tra condotta anticoncorrenziale e conseguente aumento dei prezzi.

Il nuovo trend suggerisce alle imprese una sempre maggiore attenzione nella definizione di iniziative che potrebbero finire nel mirino dell'Authority. Il prezzo reale, insomma, sembra divenire decisamente più elevato oltre che largamente incontrollabile: le sanzioni hanno un limite, la possibilità per i consumatori di agire non sono invece "plafonate" (CS).

ANTITRUST E "PROGRAMMA DI CLEMENZA": SCILLA E CARIDDI PER I "PENTITI"

Pentitismo nell'antitrust? Il c.d. "pacchetto Bersani" contiene, fra le molte, una misura premiale per le imprese che forniscano spontaneamente al Garante informazioni o prove documentali in ordine all'esistenza di un'intesa pubblica, con particolare riguardo a quelle consistenti nella fissazione dei prezzi d'acquisto o di vendita, nella limitazione della produzione o delle vendite e nella ripartizione

dei mercati. In pratica chi si pente e denuncia sé stesso e i complici gode del beneficio di immunità dalla sanzione. Ma c'è un piccolo dettaglio: la Commissione Europea, nella sua *Comunicazione relativa all'immunità dalle ammende o alla riduzione del loro importo nei casi di cartelli tra imprese*, ha previsto che la concessione dell'immunità da un'ammenda o della riduzione del suo importo non sottrae l'impresa alle conseguenze sul piano del diritto civile derivanti dalla sua partecipazione ad un'infrazione dell'articolo 81 del trattato CE. In altre parole, scampata la forza della sanzione amministrativa, l'impresa (auto)denunciante incorre nel rischio di fronteggiare le domande risarcitorie dei consumatori, nell'ambito delle quali la prova del danno diviene oggi estremamente agevole (v. *"Antitrust: la facile prova del danno"* in questo stesso numero).

Come potrebbero dette imprese dimostrare l'assenza di un nesso di causa tra il patto turpe che pur esse hanno coraggiosamente denunciato e il danno scaturito in capo ai consumatori? A caso di scuola può assurgere la prima applicazione della nuova legge che garantisce l'esenzione dalla sanzione per le imprese che collaborano con l'Antitrust nella scoperta dei 'cartelli'. Nel maggio 2007 l'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato ha infatti deciso di non applicare la sanzione nei confronti di un gruppo, attivo nella produzione dei pannelli truciolari, per il decisivo apporto fornito nella scoperta dell'intesa fra le aziende del settore. L'Autorità ha invece condannato altre 8 imprese al pagamento di multe per un totale di oltre 31 milioni di euro, rilevando che l'intesa era finalizzata al contingentamento della produzione, alla ripartizione della clientela, al coordinamento dei prezzi e delle altre condizioni commerciali. Inoltre l'intesa era attuata da parti che rappresentavano oltre l'80% delle vendite nel mercato ed ha prodotto un elevato grado di variabilità dei prezzi al pubblico. Se è vero che il fatto di denunciare un cartello non equivale a cancellare la circostanza di averne fatto parte, è altresì vero che il non aver introdotto una mitigazione del correlato rischio civilistico rischia di rendere il pentitismo anticoncorrenziale una misura più odiosa che efficace (RP).

CIRCOLARI

Ultime circolari diramate

Circolare 2- 2007 - modifica delle condizioni contrattuali bancarie - Interpretazioni del nuovo art. 118 TUB e dell'art. 10.2 L. 248/2006

Circolare 3- 2007 - Incostituzionalità del rito del rito societario applicato al diritto industriale

Ricordiamo ai nostri Lettori che le circolari di Studio sono consultabili all'indirizzo

<http://www.ghidini-associati.it/13-Circolari.htm>

SEMINARI SPECIALISTICI

Si è tenuta il 23 maggio scorso ad Altavilla Vicentina nella villa Valmarana Morosini la II edizione del corso specialistico di formazione LA FINANZA DERIVATA PER BANCHE IMPRESE. Il corso, di taglio interdisciplinare, ha registrato la partecipazione di esponenti del mondo bancario e imprenditoriale. Il corso è stato tenuto dall'Avv. Emilio Girino e si è incentrato sui punti nevralgici della contrattualistica derivata con speciale riferimento ai temi della trasparenza informativa e dell'adeguatezza della operazione, concludendosi con la proposta di un nuovo modello gestionale imperniato sulla cooperazione fra i soggetti coinvolti e sulla trasformazione dell'obbligo informativo in un'occasione consulenziale. Il corso è stato organizzato dall'Osservatorio Legislazione & Mercati della Divisione CUOA Finance (<http://www.olm-cuoa.it>) nel quadro delle attività istituzionali dell'Osservatorio protese alla ricerca di forme e metodi di dialogo alternativi fra il sistema bancario e quello imprenditoriale.

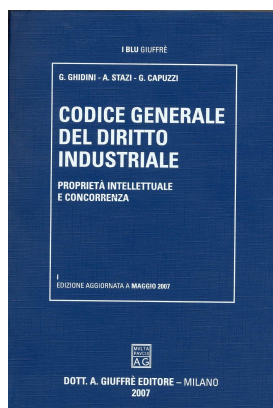
Nella stessa prospettiva l'Osservatorio ha avviato un'indagine conoscitiva sul tema della conoscenza degli strumenti derivati e sul grado di soddisfazione registrato dagli operatori nell'ambito dell'applicazione della normativa vigente (v. riquadro sotto)

INDAGINE CONOSCITIVA SULLA FINANZA DERIVATA

L'Osservatorio Legislazione & Mercati istituito in seno al CUOA di Altavilla Vicentina (www.cuoa.it) ha avviato un'indagine conoscitiva sul tema della finanza derivata. L'indagine si basa sulla compilazione di un semplice questionario volto ad accertare il livello di diffusione dello strumento e l'adeguatezza della disciplina normativa in materia. Gli operatori e le imprese interessate possono rivolgersi all'Osservatorio per aderire all'iniziativa. I dati forniti saranno trattati in forma esclusivamente anonima e aggregata. Per informazioni:

osservatorio@olm-cuoa.it

NOVITA' EDITORIALI



E' stato appena pubblicato dall'Editore Giuffrè il "Codice Generale del Diritto Industriale – Proprietà Intellettuale e Concorrenza", a cura di Gustavo Ghidini e di Andrea Stazi e Gianni Capuzzi, questi ultimi ricercatori nell'Osservatorio di Proprietà Intellettuale, Concorrenza e Comunicazioni, diretto dal primo presso l'Università LUISS Guido Carli. Perché "codice generale"? Perché si tratta di una raccolta normativa - attualmente l'unica nel panorama editoriale - che riunisce il "Codice della proprietà industriale" del 2005 con le normative sul diritto d'autore, sulle biotecnologie, sull'antitrust, sulla pubblicità commerciale, sulle telecomunicazioni, nonché con le disposizioni in materia di proprietà intellettuale e concorrenza rinvenibili nelle normative generali del commercio, dell'intermediazione finanziaria, della subfornitura, etc. Le disposizioni dell'ordinamento italiano sono altresì accompagnate da quelle comunitarie che hanno "originato" le prime. I curatori hanno dunque inteso presentare, in un unico volume, "tutto quel che serve" per operatori professionali (avvocati, giudici, consulenti di proprietà industriale, giuristi d'impresa) e studiosi del diritto industriale contemporaneo, nel senso più ampio.

NEWSLATOR © - Testata telematica bimestrale. Registrazione Tribunale di Milano n. 790 del 18.10.2005. Direttore Responsabile **Prof. Avv. Gustavo Ghidini**. Vicedirettore **Avv. Emilio Girino** - Comitato di redazione: **Dott. Leonardo Gregorini, Dott. Rino Pisapia, Avv. Claudia Signorini**.

Redazione: Via S. Sofia 12 – 20122 Milano tel 0039258300433 Fax 0039258301508 e-mail segreteria@ghidini-associati.it. Edito da Studio Ghidini, Girino e Associati Via S. Sofia 12 – 20122 Milano tel 0039258300433 Fax 0039258301508 e-mail segreteria@ghidini-associati.it. Tipografia elettronica: www.ghidini-associati.it. Distribuzione gratuita via e-mail. Vietata la vendita. Sono graditi articoli e interventi. Chi desiderasse pubblicarli può trasmettere il testo per e-mail a ghidinilaw@ghidini-associati.it. La Redazione non assume responsabilità per il contenuto degli scritti pubblicati. La Redazione si riserva di non pubblicare i testi ricevuti. La pubblicazione non dà diritto a compenso. Tutti gli articoli pubblicati non possono costituire oggetto di riproduzione anche parziale. La menzione è gradita purché si citi la fonte.