

RAFFAELE LENER

## LA PROMOZIONE TELEVISIVA DEI « PRODOTTI » FINANZIARI

**SOMMARIO:** 1. Premessa. — 2. L'attuazione della direttiva n. 89/298. — 3. L'originaria formulazione dell'art. 18 *ter* della legge n. 216/74. — 4. Segue. — 5. La Consob e le trasmissioni televisive. — 6. Il nuovo testo dell'art. 18 *ter* e l'art. 18 *quinquies*. — 7. Il nuovo ruolo della Consob. — 8. La promozione televisiva dei « prodotti » finanziari. — 9. Prospettive e spunti ricostruttivi.

### 1. PREMESSA.

La pubblicità di « prodotti » finanziari non trova disciplina specifica né nella legge 6 agosto 1990, n. 223, né nel recente decreto legislativo 25 gennaio 1992, n. 74, attuativo della direttiva n. 450/84/CEE, in materia di pubblicità ingannevole<sup>1</sup>. Essa è, invece, regolata dall'art. 18 *quinquies* della legge 7 giugno 1974, n. 216, norma introdotta dal decreto legislativo 25 gennaio 1992, n. 85, che ha attuato altra direttiva, la n. 89/298/CEE. Non vi è dubbio, dunque, che la promozione di questi « prodotti » costituisca un *microsistema*, dotato di autonoma disciplina.

La presenza di una disciplina speciale — è il caso di precisarlo subito — non esclude l'applicabilità delle norme generali in materia di pubblicità, beninteso in quanto non derogate. Né la previsione di una specifica competenza della Consob vale ad escludere completamente la competenza in materia del Garante per la radio-televisione e l'editoria.

Tuttavia, affermato in teoria questo rapporto fra disciplina generale e disciplina speciale, ci si avvede poi di come, in pratica,

\* Testo dell'intervento al convegno i « I diritti dell'utente radiotelevisivo », organizzato dal Centro di Iniziativa Giuridica Piero Calamandrei, S. Margherita Ligure, 7-8 maggio 1993.

<sup>1</sup> Sul decreto cfr. PARIGI, *Il contenuto dei messaggi pubblicitari radio-televisivi tra disciplina del mezzo e regolamentazio-*

*ne generale della pubblicità ingannevole*, in questa *Rivista*, 1993, 17 ss.; *Commentario*, a cura di CAFAGGI, CUFFARO e DI VIA, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1993, 671 ss.; ALPA e ROSSELLO, *Prime note sull'attuazione della direttiva comunitaria in materia di pubblicità ingannevole*, in questa *Rivista*, 1992, 259 ss.

lo spazio residuo per l'applicazione della prima sia estremamente angusto. Si vedrà, infatti, nelle prossime pagine come le disposizioni generali in materia di pubblicità, volte ad ottenere che essa non offenda la dignità della persona, nei suoi vari aspetti (art. 8 legge n. 223), e che sia riconoscibile e « trasparente » (art. 4 decreto n. 74), sono riproposte e integrate dalla disciplina speciale. Né può portarsi all'estremo la proposta equiparazione dei valori mobiliari alle « merci pericolose »<sup>2</sup>, sì da rendere ad essi applicabile l'art. 5 del decreto n. 74, che disciplina la pubblicità di prodotti pericolosi per la salute e la sicurezza dei consumatori.

Nondimeno, il Garante, e in modo particolare il Consiglio consultivo degli utenti, organo istituito presso il primo ai sensi dell'art. 28 della legge n. 223 e che non ha omologhi nella regolamentazione della pubblicità finanziaria, possono offrire un importante contributo in materia<sup>3</sup>.

## 2. L'ATTUAZIONE DELLA DIRETTIVA N. 89/298.

L'attuazione nel nostro paese della direttiva CEE n. 89/298, relativa alla pubblicazione del prospetto per l'offerta pubblica di valori mobiliari, attraverso il citato decreto n. 85, ha comportato la riscrittura di una buona parte della disciplina generale della sollecitazione del pubblico risparmio, contenuta — come noto — negli artt. 18 e seguenti della legge n. 216/1974. È stato, infatti, sostituito l'art. 18, è stato modificato l'art. 18 *ter*, e sono stati inseriti gli artt. 18 *quinquies* e *sexies*.

Accanto alle norme di attuazione del principio comunitario del mutuo riconoscimento dei prospetti, il decreto n. 85 prevede una serie di disposizioni, certamente « ispirate » dalla direttiva n. 89/298, ma verisimilmente non necessarie, o che comunque potevano essere anche meno precise e dettagliate senza per ciò violare lo spirito della direttiva. Penso, ad esempio, alle norme che escludono dalla disciplina dell'art. 18 *ter* della legge n. 216, superando ben note incertezze della dottrina, le sollecitazioni del pubblico risparmio aventi ad oggetto titoli bancari e titoli di Stato.

<sup>2</sup> L'espressione è di HOPT, *Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht?*, (Teil 2), in ZHR, 1977, 414; ed è stata ripresa da FERRARINI, *La responsabilità da prospetto*, Milano, 1986, 18; da PORTALE, *Informazione societaria e responsabilità degli intermediari*, in *L'informazione societaria*, II, Milano, 1982, 1193; e da JAEGER, *Appunti sulla responsabilità da prospetto*, in *Quadrimestre*, 1986, 288.

<sup>3</sup> Cfr. FLORIDIA, *Pubblicità in materia finanziaria*, in *Contratto e impr.*, 1993, 374 ss. Per altro esempio di coordinamento fra gli organi amministrativi in materia pubblicitaria v. ROSSELLO, *I poteri dell'Autorità Garante della concorrenza e del mercato in materia di repressione della pubblicità ingannevole*, in questa Rivista, 1993, 63 ss.; con riferimento al Consiglio consultivo degli utenti, 72.

Tuttavia, pur avendo scelto il legislatore di riscrivere le norme indicate, la nuova formulazione di esse non incide in profondità sulla disciplina della sollecitazione; non ne tocca, cioè, in alcun modo, i punti « cruciali » e maggiormente controversi. Le nuove norme non intervengono, infatti, sulla definizione di « valore mobiliare » contenuta nell'art. 18 *bis* della legge n. 216, né vanno ad incidere sul concetto di « vendita a domicilio »<sup>4</sup>. La definizione di « sollecitazione del pubblico risparmio » viene anch'essa mantenuta nella sua formulazione attuale (art. 18 *ter*), con l'unica differenza dell'espunzione della *attività pubblicitaria*.

Da ciò consegue che la modifica sistematicamente più rilevante introdotta dalle nuove norme è proprio quella riguardante la pubblicità in materia di valori mobiliari.

### 3. L'ORIGINARIA FORMULAZIONE DELL'ART. 18 *TER* DELLA LEGGE N. 216/74.

L'originaria inclusione della pubblicità (« ogni annuncio pubblicitario tendente ad offrire informazioni o consigli al pubblico degli investitori concernenti valori mobiliari non ancora emessi o per i quali l'emittente o l'offerente non abbia ancora predisposto il prospetto informativo ») fra le fattispecie rilevanti quali sollecitazioni del pubblico risparmio, di cui all'art. 18 *ter*, aveva dato vita a non pochi problemi.

La norma infatti in modo evidente distingueva l'ipotesi in cui l'annuncio pubblicitario si rivolgeva ad un mercato *disinformato* da quella in cui l'annuncio si rivolgeva ad un mercato *già informato* dell'operazione, per esser già stato diffuso un prospetto informativo controllato dalla Consob. Solo la prima ipotesi costituiva, per il legislatore, autonoma « sollecitazione », mentre la seconda altro non era che un momento, una fase, di una sollecitazione già in atto.

L'illogicità di questa impostazione stava in ciò che, nel sistema degli artt. 18 ss. della legge n. 216, l'individuazione di una fattispecie sollecitativa vale ad assoggettare una certa attività agli obblighi previsti, appunto, dall'art. 18: (a) obbligo di preventiva comunicazione alla Consob, (b) obbligo di redazione di un prospetto informativo<sup>5</sup>.

L'annuncio pubblicitario effettuato in assenza di prospetto informativo, pertanto, costituendo fattispecie autonoma di sollecita-

<sup>4</sup> Su questo tema, e sui problemi ad esso connessi, soprattutto in materia contrattuale, cfr. per tutti ROPPO, *Investimento in valori mobiliari* (Contratto di), in *Contr. e impr.*, 1986, 261 ss.; TONELLI, *La vendita a domicilio di valori mobiliari*, in *Quadrimestre*, 1984, 642 ss.; R. LENER, *Dalla formazione alla forma dei con-*

*tratti su valori mobiliari*, ne *Il contratto. Silloge in onore di Giorgio Oppo*, II, Padova, 1992, 399 ss.

<sup>5</sup> Sul punto mi permetto di rinviare a R. LENER, *Pubblicità e informazione nel mercato mobiliare*, in *Impresa e tecniche di documentazione giuridica*, Milano, 1990, 156 ss.

zione, comportava (in teoria) l'obbligo di comunicazione alla Consob e di redazione del prospetto. Si arrivava, così, a dover considerare necessaria la preventiva pubblicazione del prospetto in un caso in cui per ipotesi il prospetto non esisteva.

Siffatta costruzione, intrinsecamente contraddittoria, aveva costretto la dottrina a soluzioni interpretative tutte in certo modo « violente ». Secondo taluni autori<sup>6</sup> l'obbligo di redazione del prospetto doveva essere considerato, nel caso di specie, non come imperativo della disciplina ma come elemento negativo della fattispecie « annuncio pubblicitario costituente sollecitazione del pubblico risparmio »; conseguentemente lo svolgimento di attività pubblicitaria prima della pubblicazione del prospetto comportava bensì l'obbligo di comunicazione preventiva alla Consob, ma non anche (eccezionalmente) l'obbligo di redigere un prospetto. Secondo altri<sup>7</sup> era invece da ritenersi illecita l'attività pubblicitaria in assenza di prospetto; dunque, in pratica, priva di un suo « spazio » l'ipotesi autonoma di « sollecitazione pubblicitaria » disegnata dall'art. 18 *ter*.

Le soluzioni proposte facevano entrambe, necessariamente, « violenza » alla norma. La prima, in quanto disegnava una figura sollecitatoria... senza obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo. Ancor di più la seconda, in quanto postulava l'esistenza di un divieto di svolgere attività promozionale prima della pubblicazione del prospetto; divieto che non solo non trovava solide basi nel diritto positivo, ma che anzi trovava espressa smentita proprio nell'ultima parte del comma 1 dell'art. 18 *ter*.

Sforzo degli interpreti era, peraltro, nei due casi lo stesso: dare adeguata « veste » giuridica ai poteri di controllo della Consob sulla pubblicità finanziaria.

#### 4. SEGUE.

Per giungere a questo risultato le strade possibili erano, ancora una volta, due.

Secondo una prima lettura, fatta propria dalla Commissione stessa<sup>8</sup>, i poteri di controllo sull'attività pubblicitaria trovavano fondamento nell'art. 18 della legge n. 216. La Consob infatti, si diceva, deve poter controllare ogni attività di penetrazione del mercato per valutare se vengano diffuse notizie difformi da quelle contenute nel prospetto.

<sup>6</sup> Cfr. CALABI e MOGLIA, *Commentario alla delibera Consob 10 luglio 1985*, n. 1739, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1987, 1244; ROPPO, *Investimento in valori mobiliari*, cit., 268; LENER, *Osservazioni sui poteri della Consob in materia di annunci pubblicitari*, in *Banca e borsa*, 1987, 1, 213 ss.

<sup>7</sup> Cfr. UBERTAZZI, *La pubblicità del mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1985, 1234; DI CHIO, *La sollecitazione al pubblico risparmio: profili di qualificazione*, *ivi*, 1988, 811 s.

<sup>8</sup> Cfr. autori cit. a nota precedente.

Però il legislatore non aveva posto un generale divieto di divulgare informazioni riguardanti valori mobiliari non previamente concordate con la Consob, ma si era limitato a prevedere il potere dell'autorità amministrativa di fissare i criteri « di carattere generale » (art. 18, comma 2) di redazione dei prospetti. In certo modo poteva dirsi che la disciplina dell'attività pubblicitaria contenuta nell'art. 18 *ter* facesse propria la distinzione del diritto inglese fra « sophisticated » e « unsophisticated investors »<sup>9</sup>, nel senso di ritenere che la ragione per una protezione dei secondi attraverso modelli di « eterotutela » venisse meno dopo la pubblicazione del prospetto; momento che valeva dunque, nella mente del legislatore, a rendere « informato » il risparmiatore medio.

Secondo un'altra lettura<sup>10</sup> si doveva, invece, risalire ai poteri attribuiti alla Consob dall'art. 3 della legge n. 216. In particolare si affermava che la Commissione, ai sensi della previsione contenuta nella lettera c) di tale articolo, poteva chiedere la comunicazione preventiva dell'intenzione di procedere ad una campagna pubblicitaria e, servendosi invece del potere di cui alla lettera b) del medesimo articolo, poteva poi imporre la diffusione di dati e notizie necessari per una corretta informazione del pubblico ed anche, in caso di inottemperanza, provvedervi essa stessa a spese dell'interessato.

In tal modo alla Commissione veniva attribuito sia un potere di controllo preventivo, che un potere di controllo successivo e correttivo.

La soluzione dava vita, comunque, a non poche incertezze, di cui è dato trovare « ricadute » anche in talune decisioni del Giurì del codice di autodisciplina pubblicitaria<sup>11</sup>. Incertezze, peraltro, pienamente giustificate dalla contraddittorietà della norma da interpretare.

## 5. LA CONSOB E LE TRASMISSIONI TELEVISIVE.

Le carenze della disciplina del 1983<sup>12</sup> sono venute prepotentemente alla ribalta nel 1990, quando la Consob si è trovata a dover cercare di impedire talune trasmissioni televisive, messe in onda da reti private, mediante le quali si promuovevano operazioni di rac-

<sup>9</sup> Per l'individuazione delle categorie dei « sophisticated investors » cfr. regola n. 1.07 delle *Conduct of business rules* emanate dal *Securities Investment Board* inglese. In tema cfr. anche il c.d. libro bianco sul sistema finanziario britannico (*Financial Services in the United Kingdom. A new framework for investor protection*), London, 1985, 21.

<sup>10</sup> V. il mio *Pubblicità e informazione*, cit., 160 s.

<sup>11</sup> Cfr. le decisioni n. 49 del 16 dicembre 1983, in *Giurisprudenza pubblicitaria*, 1987, a cura di UBERTAZZI, Milano, 1988, 628; e n. 37 del 4 giugno 1990, in *Giur. it.*, 1991, I, 2, 354. Sul punto cfr., da ultimo, FLORIDIA, *Pubblicità in materia finanziaria*, cit., 379 ss.

<sup>12</sup> Come noto gli artt. 18 e seguenti della legge n. 216 sono stati introdotti, nella loro formulazione vigente sino all'attuazione della ricordata direttiva, dalla legge 23 marzo 1983, n. 77.

colta del risparmio<sup>13</sup>. In queste trasmissioni, dopo una breve descrizione delle attività di una società, o di un gruppo di società, il presentatore illustrava le modalità per divernirne azionisti o finanziatori, nella più parte dei casi indicando un numero telefonico, che veniva riportato in «sovrainpressione», al quale era possibile telefonare per ottenere ulteriori informazioni.

Per giungere alla sospensione, prima, e al divieto, poi, di queste operazioni, la Consob ha dovuto ricorrere agli strumenti previsti dall'ordinamento in materia di sollecitazione del pubblico risparmio, non essendole attribuito espressamente alcun potere — come si è detto — in materia di pubblicità.

In questo modo la Commissione si è esposta a taluni rilievi da parte dei promotori delle trasmissioni televisive contestate, che si appuntavano proprio sul rapporto fra sollecitazione e pubblicità e sull'obbligo di redigere un prospetto informativo in relazione ad una operazione meramente promozionale. Non è questa la sede per approfondire tali «rilievi»<sup>14</sup>. Va detto però che alcune delle eccezioni sollevate, massimamente in punto di esistenza di valori mobiliari privi di «documentalità»<sup>15</sup>, non erano del tutto prive di fondamento e potevano, in effetti, provocare più di un problema in sede di impugnazione.

In realtà, gli estensori dell'art. 18 *ter* avevano pensato che introdurre fra le fattispecie di «sollecitazione del pubblico risparmio» anche la pubblicità di valori mobiliari valesse ad assoggettarla a controllo pubblico. La scelta però si è rivelata tecnicamente non felice, poiché non sono tardate ad emergere le incongruenze di una disciplina disegnata senza troppa cura per il fenomeno pubblicitario, che ben più opportunamente avrebbe potuto trovare specifica regolamentazione a lato, e non all'interno, della disciplina della sollecitazione.

## 6. IL NUOVO TESTO DELL'ART. 18 *TER* E L'ART. 18 *QUINQUIES*.

A questa situazione di incertezza — significativamente denunciata anche in un parere del 1991 del Consiglio consultivo degli utenti<sup>16</sup> — ha posto riparo il legislatore delegato che, nel dare attuazione alla direttiva del 1989, ha espunto la pubblicità dall'e-

<sup>13</sup> La Consob è intervenuta con cinque provvedimenti, emanati fra giugno e settembre del 1990, pubblicati in questa *Rivista*, 1991, 178 ss.

<sup>14</sup> Sul punto v., per un'analisi dettagliata, R. LENER, *I provvedimenti della Consob in materia di sollecitazioni « televisive » del pubblico risparmio*, in questa *Rivista*, 1991, 49 ss.

<sup>15</sup> È un problema noto. Cfr. per tutti

CARBONETTI, *Che cos'è un valore mobiliare?*, in *Giur. comm.*, 1989, I, 282 ss.; FERRARINI, *Sollecitazione del risparmio e quotazione in borsa*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, X, Torino, 1993, 51 ss.; SPADA, *Dai titoli atipici alle operazioni atipiche di raccolta del risparmio*, in *Banca e borsa*, 1986, I, 20.

<sup>16</sup> Parere del 11 novembre 1991, in *Attività del Consiglio*, 1991, 42 ss.

lenco dell'art. 18 *ter*, e dunque dal novero delle fattispecie autonome di sollecitazione.

Il decreto n. 85, tuttavia, non ha lasciato la pubblicità di valori mobiliari priva di regole, ma anzi ha disegnato per essa una disciplina specifica, introducendo un art. 18 *quinquies* all'interno della legge n. 216.

Dalla nuova disciplina si ricavano i seguenti principi:

a) la pubblicità non costituisce più figura sollecitativa autonoma;

b) prima della pubblicazione del prospetto è vietata qualsiasi forma di pubblicità;

c) gli annunci pubblicitari riguardanti operazioni di sollecitazione del pubblico risparmio vanno realizzati secondo criteri « di massima » stabiliti dalla Consob in via generale; criteri che devono assicurare « trasparenza e chiarezza » e « conformità al prospetto » delle notizie diffuse, al fine di evitare che il risparmiatore sia indotto in errore sui « rischi » dell'operazione che gli viene proposta;

d) i testi degli annunci pubblicitari vanno trasmessi previamente alla Consob, che ne controlla il contenuto in relazione a tali criteri di massima;

e) la diffusione di annunci pubblicitari in violazione di siffatte disposizioni comporta il potere (dovere) della Commissione di vietarne la « ulteriore diffusione ».

I *criteri di massima*, fissati dalla Consob con delibera 28 luglio 1992, n. 6378, sono estremamente semplici e in modo evidente ispirati al principio di garantire la più ampia libertà di espressione.

Si richiede infatti, soltanto, che gli annunci pubblicitari siano:

i) riconoscibili come tali, e distinguibili dalle altre forme di comunicazione;

ii) chiari, corretti e coerenti con le informazioni riportate nel prospetto informativo;

iii) idonei a consentire l'immediata individuazione del tipo di investimento proposto.

Si vuole, inoltre, che negli annunci pubblicitari non siano utilizzate espressioni o immagini che prefigurino la certezza di ottenere in sede di disinvestimento il capitale investito, a meno che ciò non appaia assolutamente sicuro; che gli annunci, ove riportino i rendimenti conseguiti dall'investimento, contengano i parametri di calcolo e il lasso temporale cui si riferiscono, con l'indicazione che non vi è garanzia di ottenimento di uguali rendimenti per il futuro; che, inoltre, non siano riportati risultati di statistiche o studi senza una chiara indicazione del loro autore<sup>17</sup>. L'annuncio pubblicitario, infine, non deve essere strutturato in modo

<sup>17</sup> Cfr. sul punto, per possibili « sovrapposizioni », l'art. 25 della legge n. 1/91 (su cui R. LENER, *La nuova disciplina*

*dell'offerta di servizi informatici e telematici di borsa*, in questa Rivista, 1992, 43 ss.).

tale da indurre ad attribuire all'investimento in modo inappropriato qualifiche di sicurezza e solidità, né a ritenere che all'investimento conseguano necessariamente risultati positivi.

Si impone poi un onere *di forma*. L'annuncio deve contenere, « in modo che ne consenta l'immediata ed agevole percezione », la seguente avvertenza: « prima dell'adesione, leggere il prospetto informativo che deve essere consegnato da chi propone l'investimento ».

Va tenuto presente, al riguardo, che altra disposizione della Consob, emanata questa volta in attuazione della legge 2 gennaio 1991, n. 1, prevede che ogni messaggio pubblicitario proposto dagli intermediari autorizzati debba contenere gli estremi dell'autorizzazione ricevuta nonché — ciò che più da vicino ci interessa — l'avvertenza che « per una maggiore informazione occorre prendere visione del documento informativo » (art. 14 regolamento n. 5387 del 2 luglio 1991).

Questa norma si « sovrappone » alla prima, con riferimento a quei soggetti che, oltre al prospetto informativo, sono tenuti a redigere anche un *documento informativo*, ai sensi dell'art. 6 della citata legge n. 1/91<sup>18</sup>.

## 7. IL NUOVO RUOLO DELLA CONSOB.

Ancor più rilevanti sono gli aspetti « procedurali » del nuovo sistema.

Le nuove disposizioni prevedono, in effetti, l'obbligo di trasmissione preventiva alla Consob, con apposita comunicazione, sottoscritta dal soggetto che intenda diffondere l'annuncio, del materiale pubblicitario « nella forma destinata alla diffusione o in una forma che comunque consenta la percezione di tutti gli elementi di esso ». Il controllo della Commissione viene però strutturato diversamente, a seconda delle caratteristiche degli annunci pubblicitari che si intende diffondere.

Infatti, se in generale si prevede una forma di *controllo preventivo* — per il quale opera il meccanismo del silenzio assenso, sì che trascorsi 15 giorni dalla comunicazione alla Consob l'annuncio può essere diffuso — per i messaggi pubblicitari che potremmo definire *istituzionali* il controllo preventivo sui testi *non* trova applicazione, e può iniziarsene la diffusione dal giorno successivo alla loro trasmissione alla Consob (art. 11, comma 3, delibera n. 6378). Per questo tipo di annunci il controllo della Commissione ha dunque carattere *successivo* e *correttivo*, analogamente al controllo previsto dall'art. 3, lettera b), della legge n. 216.

<sup>18</sup> Sul documento informativo e sulle differenze con il prospetto informativo v., per prime indicazioni, ASSOGESTIONI, Com-

mento alla legge 2 gennaio 1991, n. 1, in *Quaderni di docum. e ricerca*, 7, Roma, 1991, 69 ss.

La ragione di questo diverso regime sta in ciò, che l'annuncio che si limiti ad indicare i « soggetti » che partecipano ad una offerta o i « luoghi » in cui si può presentare l'adesione all'offerta stessa non ha in sé neppure quel « germe » di capacità « sollecitatoria » che giustifica ai controlli della pubblica amministrazione.

La Commissione descrive analiticamente il possibile contenuto di questi annunci « minori »: dati indentificativi dei soggetti che partecipano all'offerta; recapiti dei soggetti presso i quali aderire alla proposta di investimento o attingere informazioni; denominazioni, tipo, durata dell'investimento ed estremi delle (eventuali) autorizzazioni; rendimenti conseguiti dall'investimento.

Per siffatti annunci la Consob rinuncia espressamente ad ogni controllo preventivo, purché il proponente ne dichiari il carattere « istituzionale » all'atto dell'invio del materiale pubblicitario alla Commissione stessa (art. 10, comma 2, lett. a della delibera n. 6378).

Giova precisare che, nel caso di pubblicità istituzionale di un intermediario soggetto alla legge n. 1/91, se si può omettere il rinvio al prospetto, non può invece omettersi il rinvio al documento informativo, poiché quest'ultimo vale ad individuare non già il prodotto offerto, ma l'intermediario offerente. L'indicazione richiesta dall'art. 14 del regolamento n. 5387 non può dunque, in nessun caso, mancare.

#### 8. LA PROMOZIONE TELEVISIVA DEI « PRODOTTI » FINANZIARI.

La promozione televisiva di prodotti finanziari presenta, peraltro, taluni problemi specifici in relazione ai ricordati oneri formali imposti all'attività pubblicitaria.

Il necessario riferimento (scritto) del messaggio pubblicitario al prospetto informativo non è infatti agevole da realizzare. Sul punto è intervenuta la Commissione chiarendo che « nel caso di utilizzazione di strumenti audiovisivi, l'avvertenza è riportata con *modalità sia audio che video* » (art. 9 delibera n. 6378).

Tuttavia il problema non è completamente risolto. Infatti l'obbligo di riferimento al documento informativo (secondo la più volte citata previsione dell'art. 14 del reg. n. 5387) non è stato considerato dal regolamento sulla pubblicità, sì che appare difficile conciliarlo con forme pubblicitarie « audiovisive ».

A prima vista si sarebbe tentati di affermare, per motivi di tutela del telespettatore, che anche in questo caso sussista l'obbligo di informare il pubblico sia per audio che per video. Considerato, però, che la citata delibera n. 6378 — successiva al regolamento n. 5387 — espressamente si riferisce al solo prospetto informativo, e non genericamente a tutti i documenti che l'intermediario ha l'obbligo di consegnare al risparmiatore, non sembra si possa arrivare ad una simile soluzione.

Ne consegue che l'indicazione relativa al documento informativo può essere data in qualsiasi forma. Essa non può, comunque, mancare nella pubblicità di un intermediario mobiliare, ancorché effettuata per video, come conferma una comunicazione della Consob<sup>19</sup>, secondo la quale la previsione dell'art. 14 va rispettata « indipendentemente dallo strumento (cartaceo o audiovisivo) con il quale il messaggio pubblicitario venga diffuso ».

#### 9. PROSPETTIVE E SPUNTI RICOSTRUTTIVI.

Un'ultima notazione. Dal nuovo corpo normativo si deriva, indubitabilmente, che la pubblicità finanziaria non è soggetta ad un regime autorizzatorio amministrativo, ma è attività in principio libera. L'obbligo di comportamento del soggetto « controllato » verso la Consob si esaurisce, infatti, nella trasmissione preventiva del materiale pubblicitario.

Il controllo della Commissione non ha i caratteri dell'autorizzazione, come rimozione di un ostacolo all'esercizio di un'attività, né tanto meno quelli della concessione. La verifica della Consob si limita, infatti, ad un accertamento della rispondenza dei contenuti della pubblicità ai criteri, si badi bene, *di massima* dalla stessa fissati.

Né è a dirsi che la Commissione sia dotata di veri e propri poteri conformativi: la rispondenza dell'annuncio ai criteri generali ne rende libera la diffusione, senza che l'organo di vigilanza possa, caso per caso, incidere sui contenuti concreti, come sino ad oggi spesso è avvenuto.

Non solo, ma la diffusione di annunci pubblicitari non conformi alle disposizioni di carattere generale emanate dalla Consob, o comunque non previamente comunicati all'organo di controllo, lo si è visto, *non è vietata*. Infatti la Commissione *può* (dunque non deve, e comunque non sempre) vietarne la *ulteriore* (dunque non la iniziale) diffusione, ed è tale ulteriore diffusione in spregio del divieto dell'autorità amministrativa, almeno così sembra, a costituire violazione del precetto penalmente sanzionata.

La pubblicità di valori mobiliari passa dunque da un regime « amministrato » di (potenziale) autorizzazione, in cui era considerata una forma di sollecitazione del pubblico risparmio, ad un sistema libero, ove invece presupposto dell'attività è la semplice trasmissione preventiva del materiale promozionale. E tutto ciò avviene non solo senza « cedimenti » nel sistema di controllo pubblico, ma anzi con un evidente miglioramento di esso.

<sup>19</sup> Comunicazione n. 93000957 del 9 febbraio 1993 inviata, come è costume, ad una singola sim, ma di portata generale (in *Bollettino Consob*, n. 2/93, 161).

Si può allora essere tentati di ravvisare nella « vicenda » della pubblicità finanziaria un segnale che può riguardare, più in generale, l'intera disciplina del mercato mobiliare.

Invero, con significativa coincidenza, lo stesso risultato di « uscita » da un sistema autorizzatorio, si è raggiunto in tema di controlli sull'attività delle società di intermediazione mobiliare, là dove il richiamato art. 6 della legge n. 1/91 e la normativa regolamentare della Consob prevedono che i *documenti informativi* di queste società possano sostituire i prospetti (quanto meno per l'offerta di servizi di gestione di patrimoni) nel caso in cui l'attività delle s.i.m. abbia carattere sollecitatorio. Il « parallelismo » è significativo, perché i documenti informativi, a differenza dei prospetti, non sono soggetti ad autorizzazione amministrativa né a controllo preventivo e vengono trasmessi alla Consob « per conoscenza »<sup>20</sup>, analogamente a quanto avviene per gli annunci pubblicitari del tipo che si è chiamato istituzionale.

Sembra dunque che la tendenza evolutiva della disciplina del mercato mobiliare sia nel senso di sostituire ad un regime autorizzatorio, connesso ad un generale potere regolamentare dell'organo di vigilanza, un regime di libertà di iniziativa per i privati, condizionato a semplici obblighi di comunicazione preventiva.

<sup>20</sup> V. Relazione Consob al regolamento approvato con delibera 2 luglio 1991, n. 5386, in *Bollettino*, ed. spec. n. 3/91, 66.