

## CONSOB

di borsa media inferiore a 500 milioni di euro sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili;

- c) emittenti, diversi da quelli di cui alle lettere a) e b), ove le offerte al pubblico di titoli abbiano un corrispettivo totale nell'Unione che non supera 20 milioni di euro, calcolato su un periodo di 12 mesi, a condizione che tali emittenti non abbiano titoli negoziati in un MTF e durante l'esercizio precedente abbiano avuto in media fino a 499 dipendenti.

Il contenuto del prospetto EU della crescita è individuato nel primo Regolamento Delegato della Commissione europea<sup>7</sup>, nel quale sono state individuate le informazioni da inserire nel documento, differenziando l'onere informativo in ragione della tipologia di emittente e del titolo emesso.

Il Prospetto per le emissioni secondarie segue la struttura e i criteri del prospetto ordinario, con la rilevante differenza di prevedere una minore quantità di informazioni per emittente, con particolare riguardo al contenuto del documento di registrazione e della nota informativa.

I soggetti che possono avvalersi del prospetto semplificato sono (art. 14, par. 1):

- a) gli emittenti i cui titoli siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato di crescita per le PMI continuativamente per almeno gli ultimi 18 mesi e che emettano titoli fungibili con titoli esistenti emessi in precedenza;
- b) gli emittenti i cui titoli di capitale siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato di crescita per le PMI continuativamente per almeno gli ultimi 18 mesi e che emettano titoli diversi dai titoli di capitale;
- c) gli offerenti di titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato di crescita per le PMI continuativamente per almeno gli ultimi 18 mesi<sup>8</sup>.

---

con riguardo ai titoli di debito le società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a € 43 milioni e fatturato netto annuale non superiore a € 50 milioni).

<sup>7</sup> *Regolamento delegato (UE) della Commissione del 14.3.2019 C(2019) 2020 final.*

<sup>8</sup> Per completezza, si rappresenta che la Commissione europea, il 24 maggio 2018, ha pubblicato una Proposta di Regolamento - su cui è stato raggiunto un accordo politico fra le Istituzioni UE - che modifica i Regolamenti (UE) n. 596/2014 (MAR) e 2017/1129 (Prospetto), relativo alla promozione dei mercati di crescita per le PMI (nel prosieguo, "Regolamento SME listing"). Tale proposta apporta alcune modifiche alla disciplina del prospetto semplificato; in particolare, al fine di favorire il passaggio delle PMI al mercato regolamentato, è stata estesa la disciplina semplificata di prospetto per le emissioni secondarie agli emittenti:

- i cui strumenti finanziari siano stati offerti al pubblico e ammessi alla quotazione su un mercato di crescita delle PMI continuativamente per almeno due anni;
- che abbiano pienamente adempiuto agli obblighi di *reporting* e di *disclosure* durante tutto il periodo di quotazione;
- che intendono quotare su un mercato regolamentato strumenti finanziari fungibili con gli strumenti finanziari già emessi.

Inoltre, è stato previsto che i predetti emittenti includano nel prospetto semplificato:

## CONSOB

Tali emittenti sono infatti soggetti agli obblighi di informativa continua previsti dal Regolamento (UE) 596/2014 (“MAR”) e/o la Direttiva 2004/109/CE (“Direttiva *Transparency*”) che rendono meno pressante l’esigenza di un prospetto ordinario per le offerte al pubblico e le ammissioni alla negoziazione in un mercato regolamentato.

Tenuto conto di tale aspetto, il primo Regolamento Delegato<sup>9</sup> della Commissione Europea ha previsto un regime informativo più snello per quanto riguarda il contenuto del documento di registrazione e della nota informativa del prospetto per le emissioni secondarie, pur conservando la struttura del prospetto *standard*.

Inoltre, è stata prevista una struttura informativa che si adatta alla tipologia di titolo emesso. In dettaglio, le principali novità hanno riguardato la nota informativa, nella quale sono state predisposte delle aree dedicate per gli *equity securities* e *non-equity securities*, al fine di evidenziare le informazioni che, a seconda dei casi, risultano maggiormente correlate con l’operazione posta in essere.

Il Regolamento Delegato conferisce all’Autorità competente il potere di richiedere l’inclusione nel prospetto di informazioni supplementari qualora l’emittente appartenga alla categoria dei c.d. *emittenti* specializzati, così come definiti dallo stesso Regolamento<sup>10</sup>. Tra questi rientrano anche le *start-up*, per le quali già le Raccomandazioni ESMA in materia di prospetto<sup>11</sup> indicano di includere nel prospetto alcuni elementi informativi riguardanti il *business plan* e gli obiettivi strategici dell’emittente indicando altresì gli assunti sulle quali tale previsioni sono formulate.

### 1.3 Modalità di approvazione e di pubblicazione del prospetto.

Il Regolamento disciplina le modalità e le tempistiche di approvazione e pubblicazione del prospetto e dello svolgimento della pubblicità relativa all’offerta al pubblico di titoli o all’ammissione di titoli in un mercato regolamentato, sostanzialmente in linea con la precedente Direttiva.

Un elemento di novità rispetto alla precedente Direttiva prospetto è rappresentato dalla previsione di tempistiche ridotte per l’approvazione dei documenti separati presentati dagli emittenti frequenti.

- il bilancio dell’ultimo esercizio, inclusi i dati comparativi, secondo i principi contabili internazionali IFRS qualora, successivamente alla quotazione dei propri strumenti finanziari su un mercato regolamentato, siano tenuti a predisporre un bilancio consolidato secondo la direttiva 2013/34/EU;
- il bilancio dell’ultimo esercizio, inclusi i dati comparativi, secondo i principi contabili nazionali dello Stato membro di incorporazione dell’emittente qualora, successivamente alla quotazione dei propri strumenti finanziari su un mercato regolamentato, non siano tenuti a predisporre un bilancio consolidato secondo la direttiva 2013/34/EU.

<sup>9</sup> Regolamento delegato (UE) della Commissione del 14.3.2019 C(2019) 2020 final

<sup>10</sup> Rientrano in tale categoria le società immobiliari, le società minerarie, le società di investimento, le società operanti nel settore della ricerca scientifica, le società start-up e le società di trasporto marittimo.

<sup>11</sup> ESMA update of the CESR recommendations for the consistent implementation of the Commission Regulation (EC) 809/2004 – 20 March 2013 – ESMA/2013/319). Tali raccomandazioni sono allo stato in fase di trasformazione in “ESMA guidelines” ai sensi dell’art. 16 del Regolamento ESMA.



In particolare, fermo restando il termine ordinario di 10 giorni entro il quale l'autorità competente deve approvare il prospetto, il Regolamento dispone che per i documenti separati redatti dagli emittenti frequenti il termine per l'approvazione sia ridotto a 5 giorni.

L'autorità competente approva il prospetto che soddisfi i criteri di controllo della completezza, coerenza e comprensibilità. Inoltre, il Regolamento conferisce all'autorità competente il potere di effettuare controlli aggiuntivi necessari per la protezione dell'investitore in relazione alla specificità del prospetto, nonché richiedere all'emittente di includere, modificare o eliminare informazioni contenute nel prospetto qualora esso abbia una storia finanziaria complessa o abbia assunto un impegno finanziario significativo.

#### **1.4 Poteri delle AC e regime sanzionatorio**

Il Regolamento Prospetto, al fine di garantire l'efficacia della vigilanza da parte delle Autorità competenti sul rispetto delle disposizioni del Regolamento, prevede all'articolo 32 una serie minima di poteri di vigilanza e di indagine da conferire alle autorità competenti degli Stati membri.

Si tratta di poteri informativi e interdittivi sostanzialmente allineati al *set* di poteri già previsti dall'ordinamento nazionale. L'autorità competente, inoltre, può eseguire ispezioni allo scopo di avere accesso a documenti e altri dati in qualunque forma, laddove vi sia il ragionevole sospetto di una violazione del Regolamento.

Il Regolamento Prospetto, all'articolo 38, reca indistintamente il trattamento sanzionatorio per le violazioni di tutti gli obblighi previsti dal medesimo Regolamento, prevedendo sanzioni amministrative e un elenco minimo di altre misure amministrative che siano effettive, proporzionate e dissuasive e che abbiano un effetto deterrente.

Il Regolamento fa salva la possibilità per gli Stati membri di prevedere livelli più elevati di sanzioni amministrative. Infatti, esso si limita a definire il valore minimo degli importi massimi edittali senza indicare importi minimi.

In particolare, per le persone giuridiche è prevista una sanzione amministrativa pecuniaria massima pari almeno a € 5.000.000, o al 3% del fatturato totale annuo in base all'ultimo bilancio consolidato approvato, mentre è prevista una sanzione amministrativa pecuniaria di almeno € 700.000 per le persone fisiche. Sono previste, inoltre, sanzioni amministrative massime di valore pari ad almeno il doppio dell'importo dei profitti ricavati o delle perdite evitate grazie alla violazione, quando possono essere determinati (art. 38, par. 2, lett. c)).

Gli Stati membri possono scegliere di non definire sanzioni amministrative per le violazioni del Regolamento per le quali sono già previste sanzioni penali dal diritto nazionale.



Infine, il Regolamento prevede sanzioni amministrative alternative a quelle pecuniarie, consistenti nell'ordine di porre termine alle irregolarità e nella dichiarazione pubblica indicante la persona fisica o giuridica responsabile e la natura della violazione. In ogni caso, la decisione che impone una sanzione amministrativa o un'altra misura amministrativa per la violazione del regolamento, deve essere pubblicata dall'Autorità competente sul proprio sito internet ufficiale subito dopo che il soggetto che ha commesso la violazione ne sia stato informato.

### 1.5 Analisi d'impatto del Regolamento Prospetto

Il Regolamento Prospetto disciplina integralmente il contenuto, il processo di approvazione e pubblicazione del prospetto informativo e si pone come uno dei passaggi chiave della *Capital Markets Union* in quanto dà vita ad un diritto europeo compiutamente armonizzato delle offerte al pubblico e dell'ammissione alla negoziazione di valori mobiliari, con uno sguardo particolarmente attento alla necessità di favorire l'accesso delle piccole e medie imprese ("PMI") al mercato dei capitali.

Di seguito si propone una tabella di sintesi che riporta le stime elaborate dalla Commissione europea<sup>12</sup> sui costi/benefici associati al nuovo regime agevolativo proposto da Regolamento.

Misure agevolative	Destinatari ed effetti per le imprese
<i>Prospetto semplificato per le emissioni secondarie</i>	<p><b>Destinatari:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Emittenti quotati sui mercati di crescita per le PMI e su mercati regolamentati da almeno 18 mesi.</li> </ul> <p><b>Ambito:</b> circa il 17,5% dei prospetti approvati (700 prospetti)</p> <p><b>Effetti:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Riduzione del 20% (200.000 euro) dei costi associati alla redazione del prospetto;</li> <li>Riduzione dei tempi di redazione del prospetto.</li> </ul>
<i>Prospetto UE della crescita</i>	<p><b>Destinatari:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Emittenti quotati su mercati di crescita per le PMI;</li> <li>PMI;</li> <li>Emittenti che offrono fino a € 20.000.000.</li> </ul> <p><b>Ambito:</b> circa l'8% dei prospetti presentati all'approvazione (320 prospetti)</p> <p><b>Effetti:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Riduzione del 20% (140.000 euro) dei costi associati alla redazione del prospetto;</li> <li>Riduzione dei tempi di redazione del prospetto.</li> </ul>
<i>Documento di registrazione universale</i>	<p><b>Destinatari:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Emittenti quotati su mercati regolamentati o su un MTF.</li> </ul> <p><b>Ambito:</b> circa 370 prospetti <i>equity</i> e 838 prospetti <i>non-equity</i></p> <p><b>Effetti:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Riduzione dei tempi di approvazione del prospetto (meno di 10 gg.</li> </ul>

<sup>12</sup> Commission Staff Working Document - Impact Assessment- Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading 30-11-2015.



	lavorativi); <ul style="list-style-type: none"><li>• Possibilità di sfruttare più finestre di mercato.</li></ul>
--	--

In ambito nazionale:

- per quanto riguarda il prospetto per le emissioni secondarie la misura agevolativa va ad impattare, prevalentemente, sugli emittenti quotati sul MTA e sull'AIM da almeno 18 mesi. Si tratta di circa 360 società, di cui 240 quotate sul MTA e 80 sull'AIM;
- con riguardo al prospetto UE della crescita la misura interessa principalmente due categorie: le PMI e gli emittenti i cui titoli sono negoziati sul mercato AIM Italia di Borsa Italiana<sup>13</sup>. Le prime ammontano a circa 148 mila<sup>14</sup>, mentre le società quotate sull'AIM sono attualmente 117<sup>15</sup>;
- con riferimento, infine, al Documento di Registrazione Universale, gli emittenti maggiormente interessati dalla disciplina del DRU sono i 20 emittenti bancari quotati sull' MTA. Occorre inoltre segnalare che ai sensi del Regolamento Prospetto la pubblicazione del DRU può sostituire l'obbligo di pubblicazione della relazione finanziaria annuale o semestrale.

## 2. Il quadro normativo nazionale

Il Regolamento Prospetto è una fonte normativa che spiega direttamente i propri effetti nell'ordinamento nazionale determinando l'immediata inapplicabilità delle norme domestiche di rango primario e secondario che insistono sulla materia regolata a livello europeo.

Ciò vale certamente per le disposizioni del Regolamento Prospetto di natura "sostanziale" (come ad esempio le norme in materia di contenuto e procedura di approvazione e pubblicazione del prospetto) per le quali è lo stesso Regolamento a non prevedere alcuna intermediazione del legislatore nazionale. Diversamente, altre disposizioni del Regolamento necessitano, per la loro attuazione, di un intervento "adeguatore" dell'ordinamento nazionale. Tra queste, si annoverano, in particolare quelle relative a:

- 1) designazione dell'**Autorità amministrativa competente**;
- 2) **responsabilità** per la predisposizione del prospetto;
- 3) **poteri di vigilanza e di indagine** dell'Autorità amministrativa competente<sup>16</sup>;

<sup>13</sup> Si ricorda che tale mercato risulta l'unico MTF registrato in Italia come "mercato di crescita per le PMI" ai sensi di MIFID 2.

<sup>14</sup> Dati presenti nel Rapporto Cerved PMI 2018 riferiti al 2016. Il dato fa riferimento alle società di capitali non finanziarie che rientrano nei requisiti definiti dalla Commissione europea per dipendenti, fatturato ed attivo di bilancio. In particolare, delle 148 mila PMI 123 mila sono piccole imprese e 25 mila sono medie imprese.

<sup>15</sup> Dati aggiornati a marzo 2019.

<sup>16</sup> L'art. 32 del Regolamento, al paragrafo 1, contempla un elenco minimo di poteri di controllo e di indagine, di cui l'Autorità competente dovrebbe poter disporre "conformemente al diritto nazionale".



#### 4) **sanzioni amministrative**<sup>17</sup>.

Va rilevato, peraltro, che con riguardo ai citati profili il TUF vigente appare sostanzialmente in linea con il Regolamento Prospetto che ricalca in larga parte quanto già previsto dalla Direttiva Prospetto. In particolare, il TUF già prevede la designazione della Consob quale autorità preposta alla vigilanza sulle disposizioni in tema di prospetto, contempla un regime di responsabilità per le informazioni contenute nel prospetto e dispone di un impianto di poteri di vigilanza e di indagine. Per quanto riguarda le sanzioni in materia di offerta pubblica e ammissione alla negoziazione, queste sono allo stato riferite a violazioni del TUF e non direttamente alle violazioni del Regolamento Prospetto.

Il processo di attuazione del Regolamento Prospetto a livello primario consiste pertanto in un'opera di coordinamento delle disposizioni del TUF che preveda l'abrogazione delle disposizioni incompatibili e l'integrazione di alcuni poteri introdotti dal Regolamento Prospetto e l'adeguamento dell'impianto sanzionatorio.

A tal fine il Disegno di legge n. 944, di delegazione europea 2018 ("LDE 2018"), approvato dalla Camera dei Deputati il 13 novembre 2018 e attualmente all'esame del Senato, reca all'art. 8, comma 3, i principi e i criteri specifici per la delega al governo finalizzata ad introdurre tutte le modifiche al TUF necessarie per l'attuazione del Regolamento Prospetto<sup>18</sup>.

Nelle more della promulgazione della LDE, si ritiene di sottoporre alla consultazione pubblica le modifiche regolamentari da apportare al Regolamento Emittenti oggetto del presente documento in modo da poter disporre quanto prima di un quadro normativo armonizzato almeno a livello di disposizioni secondarie.

### **3. Le modifiche regolamentari**

Attualmente, il Regolamento Emittenti, sulla scia della struttura del TUF, per quanto riguarda l'offerta al pubblico, distingue:

---

<sup>17</sup> Per le violazioni del Regolamento; l'art. 38 del Regolamento demanda agli Stati membri, "in conformità al diritto nazionale" il compito di attribuire alle Autorità competenti i poteri di imporre "almeno" le sanzioni ivi enumerate e di individuare il *quantum* della sanzione: il Regolamento, infatti, si limita a definire il valore minimo degli importi massimi edittali senza indicare importi minimi.

<sup>18</sup> Tali criteri prevedono, tra l'altro:

- la designazione della Consob quale autorità competente ai sensi dell'art. 31 del Regolamento, e l'attribuzione alla stessa del potere di imporre le sanzioni amministrative e le altre misure amministrative per le violazioni elencate all'art. 38 del Regolamento;
- il potere alla Consob di esercitare la facoltà prevista dall'art. 7, paragrafo 7, secondo comma, del Regolamento che consentirebbe di prevedere, quando l'Italia è Stato membro d'origine e trovi applicazione anche il Regolamento (UE) n. 2014/1286 relativo ai PRIIPs, la sostituzione obbligatoria della sezione della nota di sintesi del prospetto relativa ai titoli con una parte del *key information document* (KID);
- l'adeguamento della disciplina nazionale in materia di *whistleblowing* in conformità a quanto previsto dall'art. 41 del Regolamento.

## CONSOB

- un regime applicabile alle offerte al pubblico di prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di OICR (Capo II, Titolo I, Parte II);
- un regime applicabile alla commercializzazione di quote o azioni di OICR (Capo III, Titolo I, Parte II).

Nella seconda tipologia di operazioni, vi rientrano anche le offerte al pubblico di OICR chiusi, ormai interamente disciplinate dal Regolamento Prospetto in quanto ricompresi nella definizione di titoli. Pertanto, nella bozza di articolato di modifiche al Regolamento Emittenti, si propone la trasposizione della disciplina sulla commercializzazione di azioni o quote di OICR chiusi nel Capo II relativo a tutte le offerte sui titoli.

In secondo luogo, è stata prevista una disciplina distinta per i titoli, attraverso un rinvio al Regolamento Prospetto (sia con riferimento all'offerta al pubblico, sia con riferimento all'ammissione alla negoziazione di titoli), e per i prodotti finanziari diversi dai titoli, per i quali è stata mantenuta la disciplina nazionale se pur con l'opportuno coordinamento con quella europea<sup>19</sup>.

Per quanto riguarda i titoli, sono state abrogate le disposizioni incompatibili o ripetitive di disposizioni contenute nel Regolamento Prospetto. Le abrogazioni hanno riguardato, tra l'altro, le disposizioni in tema di: i) contenuto del prospetto, ii) nota di sintesi, iii) prospetto tripartito, iv) prospetto di base, v) validità, vi) regime linguistico del prospetto.

Come già accennato, la LDE non ancora definitivamente approvata attribuisce alla Consob il potere di esercitare la facoltà prevista dal regolamento Prospetto di imporre agli emittenti/offerenti la sostituzione di una sezione della nota di sintesi relativa ai titoli con una parte del KID previsto dal Regolamento PRIIPs, qualora questo debba essere predisposto e l'Italia sia Stato membro d'origine. In merito, si ritiene, per le valutazioni di seguito indicate, di non esercitare tale opzione a livello regolamentare.

Si ritiene, infatti, che l'introduzione dell'obbligo di sostituzione possa comportare una serie di svantaggi che allo stato attuale sembrano maggiori rispetto ai benefici e che l'emittente si trovi nella posizione migliore per decidere in autonomia la convenienza di tale sostituzione.

A fronte del beneficio per l'emittente di fornire una sola informativa sul prodotto e della conseguente eliminazione del rischio di eventuali incoerenze tra le diverse informazioni, nonché di duplicazione delle medesime, tra i principali motivi che depongono a sfavore di un obbligo di sostituzione, si ravvisa:

- l'eliminazione di un diritto degli emittenti che, attuandosi solo laddove l'Italia è Stato membro d'origine, produrrebbe effetti prevalentemente a danno di operatori italiani con benefici ridotti a favore degli investitori italiani, tenuto conto del fatto che il mercato nazionale è interessato da una commercializzazione preponderante

<sup>19</sup> Tale scelta è stata operata anche dall'AMF che ha ritenuto non opportuno un rinvio *mutatis mutandis* alle disposizioni del Regolamento Prospetto

## CONSOB

di prodotti esteri e che i principali Stati membri che passaportano prospetti in Italia non intendono prevedere la sostituzione obbligatoria;

- la possibilità di generare confusione tra gli investitori che si troverebbero di fronte a due diverse tipologie di informazioni: una statica relativa alle informazioni del KID inserite nel prospetto che verrebbero mantenute sul sito dell'emittente per dieci anni, e una più dinamica riguardo al KID che è sottoposto, in base alla disciplina prevista dai Regolamenti sui PRIIPs, a riesame almeno ogni 12 mesi;
- l'estensione alla materia del prospetto delle incertezze esistenti a livello europeo in merito alla qualificazione di alcuni prodotti come PRIP;
- la riduzione della certezza del diritto con riguardo al regime di responsabilità civile applicabile in quanto potrebbe non esservi coincidenza tra la figura dell'emittente e quella dell'ideatore;
- il rischio di aumento della supplementazione al prospetto in considerazione dell'elevata frequenza di revisioni del KID;
- l'aggravamento dei controlli da parte dell'Autorità nel corso del procedimento di approvazione del prospetto sia sotto il profilo quantitativo (in quanto la normativa prevede in caso di sostituzione un aumento delle facciate del *summary*), sia sotto il profilo qualitativo (in quanto le verifiche riguarderebbero anche elementi informativi di particolare complessità, quali, ad esempio, gli scenari di *performance* e l'indicatore sintetico di rischio).

### **3.1 Procedura di approvazione, pubblicazione e regime linguistico del prospetto.**

Tra le disposizioni relative alle offerte di titoli, sono state mantenute quelle che integrano istituti disciplinati dal Regolamento Prospetto e risultano compatibili con il medesimo.

#### Comunicazione alla Consob

In tema di comunicazione alla Consob della domanda di approvazione del prospetto, che come detto è oggi in parte regolata dal Regolamento delegato della Commissione UE<sup>20</sup>, sono state apportate limitate modifiche all'articolo 4 del Regolamento Emittenti volte a semplificare il contenuto di tale comunicazione<sup>21</sup>. In particolare, si è previsto che la domanda di approvazione non debba più recare una sintetica descrizione dell'offerta, atteso che la tipologia della futura operazione è descritta nel prospetto, quanto meno nei paragrafi 5.3 e 5.4 del Documento di Registrazione. Inoltre è stato previsto che la domanda di approvazione possa essere tramessa alla Consob con modalità informatiche indicate in apposite istruzioni. Ciò consentirà di prevedere, a beneficio degli emittenti/offerenti, una modalità di avvio del procedimento integralmente informatizzata e basata su una procedura guidata di compilazione della domanda.

<sup>20</sup> Regolamento delegato (UE) della Commissione del 14.3.2019 C(2019) 2020 final.

<sup>21</sup> Sia in Francia che nel Regno Unito sono previste apposite istruzioni e la relativa modulistica per la trasmissione all'Autorità della domanda di approvazione di un prospetto.

## CONSOB

In quest'ottica sono stati inoltre integralmente rivisti gli allegati al regolamento emittenti (1A e 1I) che contengono gli schemi di domanda di approvazione al fine di ricostruire in maniera organica il complesso delle informazioni e dei documenti da fornire all'atto della presentazione del prospetto, indicando anche la possibilità di avvalersi degli schemi semplificati o della modalità di controllo semplificata in caso di prospetto avente contenuto sostanzialmente analogo ad un precedente prospetto autorizzato dalla Consob (*cfr.* art. 41 del Regolamento Delegato n. 2020).

### Procedura di approvazione

Per quanto riguarda i termini per la procedura di approvazione, il Regolamento Prospetto prevede un termine di 10 giorni lavorativi, decorrenti dalla data di ricezione della domanda di approvazione entro il quale l'Autorità competente deve approvare il prospetto. Il termine di dieci giorni è esteso a 20 giorni nel caso la richiesta di approvazione sia effettuata da un emittente che non abbia alcun titolo ammesso alla negoziazione in un mercato regolamentato e che in precedenza non abbia mai offerto titoli al pubblico. Le analoghe disposizioni precedentemente contenute nel regolamento emittenti sono state pertanto abrogate.

È stata invece mantenuta, salvi alcuni adattamenti formali, la previsione (articolo 8) ai sensi della quale, in caso di domanda di approvazione incompleta, la stessa prende data dal giorno in cui perviene la documentazione mancante. In tale ambito è stato altresì precisato al nuovo comma 1-*bis* che, se nel corso dell'istruttoria viene inviata una bozza di prospetto contenente nuove informazioni tali da determinare un mutamento sostanziale dell'operazione ivi rappresentata, tale invio intendersi come nuova domanda di approvazione.

Inoltre, il Regolamento Prospetto prevede che l'Autorità competente possa richiedere modifiche o informazioni supplementari qualora lo reputi necessario ai fini della completezza, coerenza e comprensibilità del prospetto. In tali casi i termini di approvazione sia per le società quotate (o che abbiano già offerto titoli al pubblico) che per quelle non quotate (e che non abbiano mai offerto titoli al pubblico) è di 10 giorni decorrenti dal ricevimento delle informazioni. Per i *frequent issuer* i termini sono ridotti a 5 giorni. Il Regolamento Prospetto non specifica i termini entro cui l'emittente è obbligato a rispondere alla richiesta dell'Autorità<sup>22</sup>.

Tali termini sono invece disciplinati nel Regolamento Emittenti e hanno la funzione di accelerare i tempi di conclusione dell'istruttoria spronando l'emittente a rispondere tempestivamente alle richieste di integrazioni<sup>23</sup>. Pertanto se ne propone il mantenimento

<sup>22</sup> Il par. 5 dell'articolo 20 si limita a prevedere che l'Autorità ha "la facoltà di rifiutare l'approvazione del prospetto e di porre termine al processo di riesame", qualora "l'emittente, l'offerente o il soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato non possa o non voglia apportare le modifiche necessarie o a fornire le informazioni supplementari richieste [...]".

<sup>23</sup> Al riguardo, si segnala che il documento ESMA *Peer Review On Prospectus Approval Process (ESMA/2016/1055)* del 30 giugno 2016, nell'elencare le cause sottostanti ai ritardi nell'approvazione dei prospetti

## CONSOB

prevedendo al contempo, al fine di accelerare ulteriormente il procedimento istruttorio una loro riduzione secondo il seguente schema:

<b>Termini per l'invio di informazioni supplementari e/o di una nuova bozza del prospetto</b>		
	Disciplina attuale	Nuovi termini proposti
Titoli emessi da <i>frequent issuer</i>	10 gg.	<b>5</b> gg.
Titoli già quotati	10 gg.	10 gg.
Titoli non quotati	20 gg.	<b>10</b> gg.
Altri prodotti finanziari	20 gg.	20 gg.

Sotto analogo profilo, è stata mantenuta la previsione di cui al comma 5 dell'art. 8 relativa al termine massimo entro il quale non si possono più formulare richieste di integrazione al prospetto, ma si deve procedere all'approvazione o al diniego<sup>24</sup>.

Per evitare che le richieste di integrazione si prolunghino eccessivamente, la previsione del Regolamento Emittenti pone un limite al contraddittorio fra le parti del procedimento, garantendo che, anche in caso di richiesta di informazioni supplementari, e fermi restando i termini per l'approvazione previsti dal Regolamento Prospetto, l'istruttoria non possa comunque durare oltre un certo termine complessivo. Anche in questo caso al fine di contenere la durata del procedimento autorizzativo si propone una riduzione dei predetti termini secondo il seguente schema:

<b>Termini massimi di durata del procedimento</b>		
	Disciplina attuale	Nuovi termini proposti
Titoli emessi da <i>frequent issuer</i>	40 gg.	<b>30</b> gg.
Titoli già quotati	40 gg.	40 gg.
Titoli non quotati	70 gg.	<b>60</b> gg.
Altri prodotti finanziari	70 gg.	70 gg.

### Pubblicazione

a livello europeo, indica tra le prime cause i tempi di risposta degli emittenti e la qualità di tali riscontri, come si evince dal seguente paragrafo: Par. 193: "All NCAs acknowledged that there are circumstances that would delay the turnaround of not only the first draft but also of subsequent drafts. Overall the most common causes for delay (in order of commonality) are 1) issuers' response time to comments from the NCA (all NCAs) [enfasi aggiunta]; 2) the quality of the issuer's response (all NCAs, except UK); 3) the complexity of the issuer's circumstances including issues concerning the financial information as well as 4) complexity of security/product (...)"

<sup>24</sup> L'opportunità di tale previsione, che limita temporalmente un potere riconosciuto all'autorità amministrativa, sembra sussistere anche nel vigore della nuova disciplina europea che, nel Considerando (26) del Regolamento delegato europeo, chiarisce che "la decisione dell'autorità competente di approvare la bozza di prospetto può richiedere vari cicli di analisi [enfasi aggiunta] della bozza stessa e dei successivi miglioramenti da parte dell'emittente, dell'offerente o del soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato per assicurare che questa risponda ai requisiti di completezza, comprensibilità e coerenza".

## CONSOB

Le modalità di pubblicazione del prospetto per i titoli sono definite dal Regolamento Prospetto e consistono, in sintesi, nella pubblicazione sul sito internet dell'emittente, dell'offerente o degli intermediari incaricati dell'offerta, fermo restando l'obbligo di consegna (anche in forma cartacea) agli investitori che ne facciano richiesta (come previsto dall'articoli 21, par. 11 del Regolamento prospetto). Tali modalità semplificate di pubblicazione sono state estese (articolo 9, comma 1-*bis*) anche ai prodotti diversi dai titoli.

È stato mantenuto l'obbligo, non più previsto nel Regolamento Prospetto, di deposito presso la Consob del prospetto approvato e del supplemento approvato. A differenza dal regime attuale, inoltre, tale deposito dovrà avvenire non oltre la fine del primo giorno lavorativo che segue la comunicazione dell'approvazione all'emittente. Il mantenimento dell'obbligo di deposito entro il termine indicato è funzionale all'assolvimento dell'obbligo, previsto dal Regolamento Prospetto, di trasmissione all'ESMA da parte della Consob (entro il medesimo termine) di tale documentazione completata, nella versione depositata, con la data di approvazione (data non presente nella versione approvata dalla Consob).

In considerazione della modalità di pubblicazione in formato elettronico, e al fine di eliminare un onere non previsto dal Regolamento Prospetto, è stato infine eliminato l'ulteriore obbligo (previsto all'art. 34-*quinquies*, comma 1) di trasmettere una copia del prospetto agli intermediari incaricati del collocamento.

### Regime linguistico

Con riferimento al regime linguistico, salva l'eliminazione di alcune disposizioni ripetitive del Regolamento Prospetto, sono state confermate le attuali scelte contenute nell'articolo 12 del Regolamento Emittenti che prevedono il necessario utilizzo della lingua italiana solo per le offerte svolte in Italia e autorizzate dalla Consob, mentre consentono la facoltà di optare per una lingua comunemente utilizzata nel mondo degli affari allorché l'offerta non sia svolta in Italia ma autorizzata dalla Consob. Qualora l'offerta di titoli sia svolta in Italia quale Stato membro ospitante, la nota di sintesi è tradotta in Italiano<sup>25</sup>.

### Obblighi informativi

In materia di obblighi informativi l'art. 13, comma 1 del Regolamento Emittenti, in attuazione della delega contenuta nell'art. 97, comma 2 del TUF, individua alcuni ulteriori soggetti, pur non contemplati dal Regolamento Prospetto, nei confronti dei quali la Consob può esercitare i propri poteri di vigilanza. Tale norma menziona in particolare i soggetti che si trovano in rapporto di collegamento con l'offerente o l'emittente o che si

<sup>25</sup> Si tratta di una soluzione in parte diversa da quella adottata dall'AMF francese che intenderebbe estendere l'uso della lingua inglese con una nota di sintesi in francese anche alle offerte autorizzate e svolte in Francia, mentre il RE prevede in questo caso la redazione del prospetto in italiano con possibilità di utilizzo dell'inglese per i documenti incorporati per riferimento.



trovano in rapporto di controllo o collegamento con chi colloca i titoli, oltre che gli intermediari che prestano servizi accessori al collocamento.

Al fine di allineare il testo del Regolamento Emittenti a quanto previsto dal Regolamento Prospetto ed eliminare un onere non proporzionato, nel testo in consultazione si propone di eliminare il riferimento alle società collegate, non ricomprese nel perimetro della normativa europea, e alle società in rapporto di controllo con chi colloca i prodotti finanziari, per quanto riguarda l'ambito di applicazione dell'articolo 115 del TUF.

Con l'occasione, in armonia con quanto previsto dall'art. 32 del Regolamento Prospetto, il potere di richiedere la comunicazione al mercato di informazioni è stato limitato ai soggetti che controllano l'emittente e l'offerente.

Per quanto riguarda invece gli obblighi di comunicazione dei risultati dell'offerta, materia anche questa non contemplata dal Regolamento Prospetto, ne è stata effettuata una razionalizzazione, trasponendo nel comma 3 dell'art. 13 gli obblighi informativi a carico dell'intermediario responsabile del collocamento (attualmente contenuti nell'allegato 1F del RE che viene abrogato), e provvedendo al contempo a ridurre tali obblighi a quelli strettamente necessari al controllo di regolarità della procedura d'offerta. In particolare è stato eliminato l'obbligo dell'intermediario di comunicare a Consob:

- a) per il collocamento riservato agli investitori qualificati effettuato in Italia, l'identificazione nominativa di tutti gli investitori richiedenti, degli investitori assegnatari, del relativo quantitativo di strumenti finanziari;
- b) le informazioni relative all'esercizio dell'opzione di acquisto e/o di sottoscrizione da parte del coordinatore dell'offerta globale ovvero dei membri del consorzio per il collocamento.

### **3.2 Disciplina delle esenzioni**

Con riferimento alle esenzioni (art. 34-ter), è stato ristretto l'ambito di applicazione del vigente comma 1 ai soli prodotti finanziari diversi dai titoli in quanto, per i titoli, i casi di inapplicabilità e di esenzione sono ormai disciplinati dal Regolamento Prospetto.

Per i titoli sono previste solamente le disposizioni sulla soglia di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto per le offerte il cui controvalore è compreso tra 1.000.000 di euro e 8.000.000 e alcune disposizioni necessarie ai fini dell'esenzione per operazioni di offerta pubblica di scambio e fusione (su cui si veda *infra*).

Un'ulteriore modifica significativa al vigente art. 34-ter è stata l'abrogazione della previsione di un prospetto semplificato per le offerte al pubblico aventi ad oggetto strumenti *plain vanilla* diversi dai titoli di capitale emessi in modo continuo o ripetuto da banche, il cui corrispettivo totale all'interno dell'Unione Europea, calcolato per un



periodo di 12 mesi, sia inferiore a euro 75.000.000<sup>26</sup>. Per tali offerte, infatti, il Regolamento Prospetto all'art. 1, par. 4, lett. j) prevede l'esenzione dall'obbligo di pubblicare il prospetto.

### **3.3 Esenzioni dall'obbligo di prospetto in caso di offerte relative a fusioni, scissioni e offerte pubbliche di scambio.**

Il Regolamento, come già la precedente Direttiva Prospetto, prevede alcuni casi di esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto per le offerte e le ammissioni a quotazione di titoli emessi in occasione di operazioni di fusione, scissione e offerte pubbliche di scambio<sup>27</sup>. È altresì previsto che, in luogo del prospetto, venga pubblicato un documento di esenzione contenente informazioni sull'operazione e sul suo impatto sull'emittente, redatto dall'emittente/offrente in conformità agli schemi che saranno adottati dalla Commissione europea<sup>28</sup>.

La principale differenza rispetto alla Direttiva è che, ai fini dell'esenzione in parola, non è più richiesto un preventivo giudizio dell'autorità competente sull'equivalenza del documento d'esenzione rispetto alle informazioni che devono essere contenute nel prospetto, ma è sufficiente la messa a disposizione del documento. La *ratio* sottesa alla nuova configurazione dell'esenzione in argomento è di consentire una semplificazione degli oneri informativi in presenza di operazioni societarie comunque soggette ad obblighi di *disclosure* previsti da altre normative applicabili alle fattispecie prese in esame.

Si segnala, peraltro, che per effetto dell'accordo politico raggiunto il 15 marzo u.s. ad esito del negoziato sul regolamento UE c.d. *SMEs Listing*<sup>29</sup>, a breve interverranno talune modifiche al Regolamento Prospetto che riguarderanno anche l'esenzione in argomento, volte a mitigare i rischi di una sua applicazione elusiva. In particolare, è previsto che tale esenzione si applichi ai titoli azionari solo se sono già ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato e l'acquisizione (per fusione/scissione/OPSC) non si configuri come acquisizione inversa in base alla definizione dell'IFRS 3, par. B19 ovvero, nel caso di OPSC, è stato preventivamente approvato e pubblicato il documento d'esenzione. Ciò al fine di escludere dal campo di applicazione delle esenzioni in parola quelle operazioni che possono perseguire la finalità di ammettere a quotazione nuove realtà aziendali, senza il previo percorso di *initial public offering* e dei relativi adempimenti - tra i quali l'approvazione di un prospetto informativo da parte dell'Autorità (c.d. "*backdoor IPO*")<sup>30</sup>.

<sup>26</sup> Per le specifiche caratteristiche degli strumenti in parola, cfr. il comma 4 dell'art. 34-ter, del Regolamento Emittenti

<sup>27</sup> Si fa riferimento all'art. 1 del Regolamento, paragrafo 4 lett. f) e g) e paragrafo 5, lett. e) ed f).

<sup>28</sup> Come già evidenziato, l'atto delegato non è stato ancora adottato dalla Commissione europea.

<sup>29</sup> Proposta di Regolamento del 24 maggio 2018 che modifica i Regolamenti (UE) n. 596/2014 (MAR) e 2017/1129 (Prospetto), relativo alla promozione dei mercati di crescita per le PMI.

<sup>30</sup> Più in dettaglio l'esenzione, con riferimento ai titoli di capitale, potrà applicarsi solo nei seguenti casi:

## CONSOB

Il Regolamento Prospetto, anche nella versione modificata a seguito dell'adozione del regolamento *SMEs listing*, non contiene l'indicazione della tempistica di pubblicazione del Documento d'esenzione.

Considerata la rilevanza per gli investitori delle informazioni riportate nel Documento d'esenzione nell'ambito delle modifiche regolamentari da sottoporre alla consultazione sono state previste alcune disposizioni sulla tempistica e sulle modalità con le quali tale documento deve essere pubblicato<sup>31</sup> che vengono di seguito descritte.

### 3.3.1 Fusioni e scissioni

Nel processo di fusione/scissione che coinvolge un emittente quotato si rinvencono due momenti cruciali in cui l'emittente è tenuto a fornire informazioni specifiche a beneficio degli azionisti/investitori.

Il primo momento è quello dell'assemblea straordinaria dei soci chiamata ad approvare l'operazione di integrazione aziendale; in vista di tale evento l'emittente è tenuto a pubblicare un *set* informativo (relazione illustrativa degli amministratori, documento ai sensi dell'art. 70 del Regolamento Emittenti ove non abbia aderito al c.d. regime di *opt-out*, documento *opc* nel caso di operazioni con parti correlate etc.) - ulteriore oltre a quello derivante dagli adempimenti codicistici - prevalentemente orientato a far cogliere la finalità, le condizioni economiche e le modalità di realizzazione dell'operazione<sup>32</sup>. Il secondo momento è quello dell'efficacia dell'operazione, cui è correlato l'inizio delle negoziazioni o l'attribuzione delle azioni emesse al servizio della fusione/scissione, momento che può distanziare anche di diversi mesi quello dell'assemblea.

- 
- (i) nei casi di OPAS/OPSc, se:
    - a) i titoli di capitale offerti in scambio sono già quotati in un mercato regolamentato prima dell'operazione di *takeover* e a condizione che quest'ultima non consista in un'acquisizione inversa come definita dall'IFRS 3 (par. B19), o
    - b) l'autorità competente ad esaminare il documento di offerta ai sensi della Direttiva 2004/25/CE (Direttiva OPA) ha previamente approvato il documento di cui all'art. 1 (4) (f) o 1 (5) (e) del Regolamento Prospetto, ossia il Documento d'esenzione;
  - (ii) nelle fusioni con concambio e nelle scissioni, se:
    - iii. i titoli azionari dell'entità di assorbimento sono già quotati su un mercato regolamentato prima dell'operazione;
    - iv. i titoli azionari dell'entità soggetta a scissione sono già quotati su un mercato regolamentato prima dell'operazione;
    - v. la fusione non è qualificabile come acquisizione inversa ai sensi dell'IFRS 3 (par. B19).

<sup>31</sup> Come indicato dall'ESMA, ove gli Stati Membri non prevedano la fissazione di un termine per la pubblicazione del Documento d'esenzione, la possibilità per le autorità competenti di reagire senza ritardo nei casi di non conformità del Documento agli emanandi schemi di riferimento sarebbe compromessa. Inoltre l'ESMA rileva che nei casi in cui non sia previsto l'obbligo di pubblicare un prospetto le autorità competenti possono utilizzare i poteri di cui all'art. 32 del Regolamento Prospetto non correlati alla pubblicazione di un prospetto. Ad esempio l'autorità competente può richiedere all'emittente di fornire informazioni e documenti ovvero impedire un'offerta di strumenti finanziari o l'ammissione alla negoziazione degli stessi sul mercato regolamentato laddove vi sia il fondato sospetto che siano violate le disposizioni del Regolamento Prospetto.

<sup>32</sup> Analoghi adempimenti sono previsti allorché l'operazione di integrazione aziendale è oggetto di approvazione consiliare.

## CONSOB

Posto che il presidio informativo offerto dal Documento di esenzione riguarda gli investitori che ad esito dell'ammissione alle negoziazioni delle azioni emesse al servizio della fusione o della scissione decidano di acquistare sul mercato azioni della società quotata, si ritiene che il Documento d'esenzione debba essere pubblicato dall'emittente almeno quindici giorni prima dell'inizio delle negoziazioni delle nuove azioni.

Si ritiene inoltre che tale Documento debba essere trasmesso alla Consob contestualmente alla pubblicazione.

Al fine di verificare la sussistenza di presupposti per il beneficio di esenzione, l'attività di vigilanza sul documento di esenzione, si concentrerà, in linea con le indicazioni ESMA, sulla conformità del documento agli schemi in via di emanazione da parte della Commissione europea.

Ciò posto, il suddetto termine pare coerente con il contenuto dell'attività di vigilanza ricavabile dalle indicazioni dell'ESMA, nonché con la finalità della semplificazione posta alla base della nuova disciplina in materia di prospetto<sup>33</sup>.

Da ultimo, dal parere dell'ESMA in materia di Documento di esenzione si ricava l'applicabilità dell'istituto dell'*incorporation by reference* anche al Documento in parola. Ove tale principio fosse confermato dalla Commissione europea, ciò consentirebbe una semplificazione degli oneri informativi in capo agli emittenti in quanto le informazioni già pubblicate e diffuse in occasione dell'assemblea di approvazione dell'operazione, ove ancora valide alla data del Documento, potrebbero essere richiamate nel Documento stesso.

### 3.3.2 Offerta pubblica di scambio

Per quanto riguarda tali operazioni appare ragionevole prevedere che il documento d'esenzione sia pubblicato e trasmesso alla Consob (nel caso di mancata approvazione da parte della Consob) ovvero trasmesso alla Consob ai fini dell'approvazione al più tardi entro il termine per la promozione dell'offerta ai sensi dell'art. 102, comma 3 del TUF (ossia entro venti giorni dalla comunicazione al pubblico dell'intenzione o dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto e scambio ai sensi del comma 1 della medesima norma) e comunque contestualmente al deposito del Documento d'offerta, e quindi in tempo utile per le valutazioni nel corso dell'istruttoria sul documento di OPSC/OPASC.

In considerazione delle suddette novità normative si dovrà procedere altresì ad apportare talune modifiche all'Allegato 2 del Regolamento Emittenti nella parte relativa alle modalità di redazione del documento di offerta con riferimento alle offerte pubbliche di scambio, eliminando in particolare i riferimenti al giudizio di equivalenza, fermo restando

<sup>33</sup> Per completezza informativa si segnala che da un confronto con le autorità di vigilanza europee è emerso che le Autorità di vigilanza francese, irlandese e danese procederanno ad introdurre l'obbligo di deposito del Documento e a fissare un termine per la sua pubblicazione.

## CONSOB

che ai fini dell'effettuazione dell'offerta di scambio sarà necessario (a seconda dei casi) o pubblicare un documento di esenzione o pubblicare un prospetto.

Successivamente all'adozione da parte della Commissione europea degli schemi di redazione del documento di esenzione si dovrà altresì procedere ad una puntuale revisione degli schemi di redazione del documento d'offerta al fine di evitare duplicazioni.

### 3.4 Norme di correttezza

Con riguardo alle norme di correttezza attualmente presenti nell'articolo 34-*sexies* del Regolamento Emittenti, sono state eliminate le disposizioni già previste dal Regolamento Prospetto, mentre è stato mantenuto, al fine di vigilare sul rispetto della parità informativa nell'ambito dell'offerta, l'obbligo per i partecipanti al consorzio di collocamento di inviare a Consob copia delle raccomandazioni e dei documenti utilizzati per il collocamento presso investitori qualificati.

Al fine di evitare che vi sia un disallineamento tra le informazioni rese nel prospetto per gli investitori *retail* e le informazioni fornite dall'intermediario nell'ambito dell'offerta agli istituzionali, è stato poi previsto che queste ultime vengano trasmesse anche all'emittente, prevedendo peraltro, in un'ottica di semplificazione, che la trasmissione alla Consob e all'emittente avvenga non come oggi previsto al momento della predisposizione delle informazioni, ma solo al momento della distribuzione delle stesse<sup>34</sup>.

### 3.5 Ammissione alle negoziazioni

Per quanto riguarda l'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, anche in questo caso l'attuale Regolamento Emittenti distingue un regime applicabile ai valori mobiliari (Capo II, Titolo I, Parte III) e uno applicabile alle quote o azioni di OICR (Capo III, Titolo I, Parte III).

Nella bozza di articolato si propone, come per le offerte al pubblico, una possibile riformulazione del Capo II attraverso la trasposizione in esso delle disposizioni riguardanti l'ammissione alla negoziazione di quote o azioni di OICR chiusi attualmente disciplinati dal regolamento Prospetto unitamente ai valori mobiliari.

Anche in questo caso si è proceduto all'abrogazione delle norme che insistono su materie ormai disciplinate dal Regolamento Prospetto, tra cui quelle relative alla pubblicazione del prospetto, alla sua validità e alle esenzioni dall'obbligo di pubblicare un prospetto di cui all'art. 57, mentre sono state richiamate mediante rinvio le ulteriori disposizioni del RE in tema di offerta al pubblico applicabili anche alle ipotesi di prospetto di ammissione alle negoziazioni.

<sup>34</sup> In analogia a quanto previsto in tema di diffusione delle raccomandazioni dall'art. 69-*novies*, comma 1 del Regolamento emittenti.