

ADEGUAMENTO DELLA NORMATIVA NAZIONALE AL REGOLAMENTO (UE) 2017/1129 RELATIVO AL PROSPETTO DA PUBBLICARE PER L’OFFERTA PUBBLICA O L’AMMISSIONE ALLA NEGOZIAZIONE DI TITOLI IN UN MERCATO REGOLAMENTATO

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

GIUGNO 2018

Le risposte alla consultazione dovranno pervenire entro il giorno **13 agosto 2018**, *on-line* per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato per l’Esterno](#),

oppure al seguente indirizzo:

C O N S O B
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

I commenti pervenuti saranno valutati ed elaborati ai fini della revisione regolamentare e pubblicati sul sito *internet* della Consob, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati

1. PREMESSA E QUADRO NORMATIVO DI RIFERIMENTO

1.1 Il Regolamento (UE) 2017/1129

Il 14 giugno 2017 è stato approvato il Regolamento (UE) 2017/1129 relativo al prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato (“Regolamento Prospetto” o anche “il Regolamento”), a seguito di una proposta della Commissione Europea del novembre 2015 finalizzata a sostituire la precedente Direttiva 2003/71/CE (come successivamente modificata, la “Direttiva Prospetto”).

Le nuove disposizioni contenute nel Regolamento Prospetto mirano a semplificare e armonizzare la normativa attualmente in vigore per accrescerne l’efficienza e stimolare gli investimenti all’interno dell’Unione Europea. Una particolare attenzione è rivolta dal Regolamento alle piccole e medie imprese (“PMI”). Molte delle disposizioni sono infatti dirette a ricercare un bilanciamento tra le esigenze di protezione degli investitori e la necessità di ridurre gli obblighi amministrativi, e quindi i costi, per le PMI che intendono aprirsi al mercato dei capitali.

Il nuovo Regolamento Prospetto è entrato in vigore il 20 luglio 2017 e alcune disposizioni sono divenute applicabili a decorrere dalla stessa data; in particolare, si tratta delle disposizioni relative all'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto nel caso di ammissione a negoziazione in un mercato regolamentato di:

- a) titoli fungibili con altri strumenti finanziari già ammessi a negoziazione nello stesso mercato regolamentato, a condizione che rappresentino – in un periodo di dodici mesi – meno del 20% degli strumenti finanziari già ammessi a negoziazione nello stesso mercato regolamentato (art. 1, paragrafo 5, comma 1, lettera a));
- b) azioni risultanti dalla conversione, o dallo scambio, o dall'esercizio di taluni diritti derivanti da altri strumenti finanziari, quando le azioni risultanti siano della medesima classe e rappresentino, in un periodo di dodici mesi, meno del 20% del numero di azioni già ammesse a negoziazione nello stesso mercato regolamentato (art. 1, paragrafo 5, comma 1, lettera b))¹;
- c) titoli derivanti dalla conversione o dallo scambio di altri titoli, fondi propri o passività ammissibili da parte di un'autorità di risoluzione in virtù dell'esercizio di potere di cui all'articolo 53, paragrafo 2, all'articolo 59, paragrafo 2, o all'articolo 63, paragrafi 1 o 2, della direttiva 2014/59/UE (art. 1, paragrafo 5, comma 1, lettera c)).

Al riguardo, con delibera Consob n. 20250 del 28 dicembre 2017, sono state modificate le disposizioni contenute nel Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 concernente la disciplina degli emittenti, al fine di allineare le relative previsioni a quanto stabilito dalle disposizioni del Regolamento Prospetto sopra elencate.

Altre disposizioni del Regolamento Prospetto, invece, diverranno applicabili con una tempistica differente:

- a) a far data dal **21 luglio 2018**, quelle inerenti all'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto di offerta in relazione alle offerte di titoli il cui controvalore sia inferiore a determinate soglie. In particolare:
 - l'art. 1, paragrafo 3, del Regolamento Prospetto il quale prevede che lo stesso *“non si applica a un'offerta pubblica di titoli per un corrispettivo totale nell'Unione inferiore a 1 000 000 EUR, calcolato su 12 mesi. Gli stati membri non estendono l'obbligo di redigere un prospetto ai sensi del presente regolamento alle offerte al pubblico di titoli di cui al primo comma del presente paragrafo. Tuttavia, in tali casi, gli Stati membri possono imporre a livello nazionale altri obblighi informativi, nella misura in cui detti requisiti non costituiscano un onere sproporzionato o inutile”*;

¹ Le disposizioni di cui all'art 1, paragrafo 5, comma 2 riportano un elenco di casi in cui non si applica il requisito del 20% sul numero di azioni. Anche tale disposizione si applica dal 20 luglio 2017.

- l'art. 3, paragrafo 2, comma 1, lettera b) il quale prevede che “*uno Stato membro può decidere di esentare le offerte al pubblico di titoli dall'obbligo di pubblicazione del prospetto di cui al paragrafo 1, a condizione che:*
 - a) *tali offerte non siano subordinate a una notifica di cui all'art. 25²; e*
 - b) *il corrispettivo totale di ciascuna offerta nell'Unione sia inferiore a un importo monetario calcolato su un periodo di 12 mesi che non superi 8 000 000 EUR*”.

b) a far data dal **21 luglio 2019**, le restanti disposizioni.

Tra queste ultime, in particolare, rientrano quelle disposizioni che promuovono un regime informativo proporzionato per le PMI: il nuovo Regolamento Prospetto ha introdotto, infatti, un regime semplificato per gli emittenti che operano sui mercati di crescita delle PMI³ e per gli altri emittenti che raccolgono fino a € 20 milioni in un periodo di dodici mesi, prevedendo che, in caso di offerta pubblica di titoli, tali soggetti possano scegliere di redigere un prospetto UE della crescita (art. 15, par. 1). Inoltre, il nuovo Regolamento Prospetto ha previsto la possibilità di redigere un prospetto semplificato relativamente alle emissioni secondarie effettuate da emittenti con titoli ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato o in un mercato di crescita per le PMI (art. 14, par. 1).

1.2 La disciplina sulla soglia

Con riferimento alle disposizioni che si applicheranno a partire dal 21 luglio 2018, il Regolamento Prospetto, rispetto alla previgente direttiva, ha aumentato la soglia minima da € 100.000 ad € 1.000.000 al di sotto della quale gli Stati membri non potranno esigere la pubblicazione di un prospetto d'offerta. Al di sotto di tale soglia si prevede unicamente la possibilità per gli Stati membri di stabilire altri obblighi informativi che non costituiscano un prospetto informativo. Come anticipato, il Regolamento Prospetto ha attribuito agli Stati membri la discrezionalità di esentare dalla pubblicazione di un prospetto le offerte con valore compreso tra € 1.000.000 e una soglia superiore, che può essere fissata al massimo in € 8.000.000. Al riguardo, si rappresenta che nella precedente direttiva prospetto il limite massimo previsto era di € 5.000.000.

² L'art. 25 del Regolamento Prospetto prevede che, qualora l'offerta pubblica di titoli o l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato avvengano in uno o più Stati membri, o in uno Stato membro diverso dallo Stato membro di origine, l'autorità competente dello Stato membro di origine notifica all'ESMA e all'autorità competente di ciascun Stato membro ospitante, un certificato di approvazione attestante che il prospetto è stato redatto conformemente al Regolamento.

³ La direttiva MiFID 2 ha introdotto la nozione di “mercati di crescita per le PMI”, soggetti a registrazione da parte dell'autorità competente al ricorrere di determinate condizioni, tra le quali, che almeno il 50% dei emittenti siano “PMI”. Con riferimento ai titoli di capitale, per “PMI” si intendono le società la cui capitalizzazione di borsa media sia inferiore a € 200 milioni sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili, mentre, 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).

Resta fermo l'obbligo di pubblicazione del prospetto per l'ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato, salvo i casi di esenzione di cui all'art. 1, paragrafo 5, comma 1, lettere a), b), c), del Regolamento, esposti nel paragrafo precedente.

2. IL QUADRO NAZIONALE

Attualmente, a livello nazionale, i casi di inapplicabilità dalla disciplina dell'offerta al pubblico sono disciplinati dall'art. 100, comma 1, lettera c) del TUF il quale prevede che:

“1. Le disposizioni del presente capo non si applicano alle offerte:

(...)

c) di ammontare complessivo non superiore a quello indicato dalla Consob con regolamento”.

In attuazione di quanto disposto dall'art. 100, comma 1, lettera c) del TUF, l'art. 34-ter del Regolamento Emittenti ha previsto che:

“1. Le disposizioni contenute nel Capo I del Titolo II della Parte IV del Testo unico e quelle del presente Titolo non si applicano alle offerte al pubblico:

(...)

c) aventi ad oggetto prodotti finanziari inclusi in un'offerta il cui corrispettivo totale, calcolato all'interno nell'Unione Europea, sia inferiore a 5.000.000 di euro. A tal fine si considerano unitariamente più offerte aventi ad oggetto il medesimo prodotto effettuate dal medesimo emittente od offerente nell'arco di dodici mesi”.

Pertanto, per le offerte pubbliche al di sotto di €5.000.000 non è previsto l'obbligo di pubblicare un prospetto. Mentre è richiesta la pubblicazione di un prospetto nel caso di ammissione a quotazione in un mercato regolamentato (art. 113 del TUF), laddove non siano applicabili le ipotesi di esenzione dalla pubblicazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni poste dall'art. 57 del Regolamento Emittenti.

Occorre infine ricordare che, in virtù della definizione di cui all'art. 1, comma 1, lettera v) del TUF⁴, le suddette soglie rilevano anche ai fini dell'applicabilità della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto o di scambio prevista da TUF.

⁴ Ai sensi di tale norma costituisce offerta pubblica di acquisto o scambio “ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all'acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall'articolo 100, comma 1, lettere b) e c); non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari.

3. LE PRINCIPALI ESPERIENZE EUROPEE

Di seguito si rappresentano in estrema sintesi le esperienze dei principali Stati membri rispetto alla determinazione della soglia al di sotto della quale prevedere l'esenzione dall'obbligo di prospetto, nonché i primi orientamenti che si vanno delineando in merito alla possibilità di ridefinire tale soglia fino al valore massimo di € 8.000.000 e di prevedere altri obblighi informativi per le offerte al di sotto di € 1.000.000.

Dai dati preliminari acquisiti (cfr. *infra*) emerge che alcuni Stati membri intenderebbero sfruttare la flessibilità offerta dal Regolamento Prospetto elevando fino a € 8.000.000 la soglia (cfr. la Francia – vedi *infra*). Altri Stati sarebbero invece orientati a mantenere (ad es: la Germania) o elevare la soglia sino al precedente limite di € 5000.000.

In generale, dall'analisi effettuata, basata comunque su dati preliminari, si possono trarre gli elementi di seguito indicati:

- si evidenzia un *trend* favorevole ad un rialzo dei valori della soglia attualmente previsti dai diversi Stati membri;
- la tendenza maggioritaria - nel campione di Stati membri considerato - è a favore di una soglia pari o inferiore ai 5 milioni di Euro (n. 7 Stati), a fronte di 5 Stati membri che si orienterebbero nel senso di fissare tale soglia al limite massimo consentito dal Regolamento Prospetto ossia 8 milioni di euro;
- non sono allo stato disponibili informazioni riguardanti le decisioni di alcuni Stati membri particolarmente significativi per numero di prospetti approvati.

3.1 Francia

Attualmente in Francia è prevista l'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto per le offerte al pubblico di titoli con un valore complessivo nell'Unione al di sotto di € 5.000.000 (calcolato su 12 mesi) e che rappresentano meno del 50% del capitale sociale dell'emittente.

Se l'offerta al pubblico riguarda titoli oggetto di una prima domanda di ammissione alle negoziazioni su un sistema multilaterale di negoziazione (ad esempio una IPO sul sistema multilaterale di negoziazione (MTF) Euronext Growth⁵, ex-Alternext), un prospetto di offerta pubblica è sistematicamente dovuto se l'offerta è superiore a € 2.500.000.

A gennaio 2018, l'Autorità francese (*Autorité des Marchés Financiers* - AMF) ha avviato una consultazione pubblica per la determinazione della nuova soglia e il regime informativo applicabile al di sotto di tale soglia. In data 6 giugno 2018, l'AMF ha avviato un'ulteriore consultazione sulle modifiche da apportare alla normativa francese ad esito della prima consultazione.

⁵ *Euronext Growth* è un MTF dedicato alle piccole e medie imprese francesi.

Le proposte dell'AMF riguardano:

- l'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto per le offerte pubbliche fino alla soglia massima consentita dal Regolamento Prospetto, vale a dire € 8.000.000 su 12 mesi, accompagnato da una soppressione dell'attuale criterio del 50% del capitale sociale;
- un regime informativo *ad hoc* per le offerte effettuate in esenzione dalle società non quotate in mercati regolamentati o MTF o che non operano attraverso un portale di *crowdfunding* che prevede la pubblicazione di un documento informativo simile a quello previsto per le offerte realizzate mediante piattaforme di *crowdfunding* da notificare all'Autorità prima dell'offerta. La proposta prevede che tale documento informativo non venga sottoposto alla preventiva approvazione da parte dell'Autorità.

In base alla proposta dell'AMF l'aumento della soglia a € 8.000.000 si applicherebbe pertanto a tutte le offerte con la differenza che mentre per i titoli quotati in mercati regolamentati o MTF rimarrebbe fermo il regime informativo proprio dei singoli mercati, per le società non quotate verrebbe predisposto un apposito presidio informativo.

4. ESPERIENZA ITALIANA

Con riferimento all'esercizio dell'opzione prevista dal Regolamento Prospetto in merito alla definizione della soglia di esenzione, al fine di valutare gli effetti attesi e, in particolare, eventuali vantaggi o svantaggi, rischi e opportunità associati alle diverse opzioni, nonché le caratteristiche delle offerte potenzialmente interessate dall'eventuale modifica della soglia, sono stati analizzati i dati relativi ai prospetti approvati tra il 2015 e il 2017 riguardanti le offerte pubbliche di titoli (emessi da società quotate e non quotate) per un ammontare compreso tra € 5.000.000 e € 8.000.000.

I dati sui prospetti approvati tra il 2015 e il 2017 relativi alle offerte pubbliche di titoli emessi da società non quotate per un ammontare compreso tra € 5.000.000 e € 8.000.000, mostrano che sono stati approvati solamente n. 5 prospetti relativi ad offerte di azioni di Banche Cooperative. Tali offerte, come rappresentato negli stessi prospetti informativi, presentano i rischi di illiquidità tipici di un investimento in strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato, né negoziati su un sistema multilaterale di negoziazione.

Per quanto riguarda le società quotate, si sono registrati due prospetti relativi ad offerte di ammontare totale compreso nel *range* 5 – 8 milioni di euro (cfr. *infra*).

Da una prima analisi emerge, dunque, che il numero delle offerte effettuate da società quotate e non quotate che rimarrebbero fuori dal campo di applicazione della disciplina sull'offerta al

pubblico a seguito di un eventuale innalzamento della soglia, sarebbe molto esiguo rispetto al numero dei prospetti approvati⁶.

Tuttavia, si ritiene che la semplice “fotografia” delle operazioni in passato effettuate nel *range* 5-8 milioni di euro, non sia in grado di esprimere il potenziale impatto di un incremento della soglia di esenzione. Va infatti rilevato che la presenza di una determinata soglia di esenzione (ad oggi 5 milioni di euro), costituisce implicitamente un tetto agli importi delle emissioni, e pertanto, a seguito di un suo incremento, potrebbe determinarsi un correlativo incremento del valore complessivo delle offerte.

L’indagine è stata quindi estesa alle offerte al pubblico finalizzate all’ammissione in sedi di negoziazione e quelle successive alla stessa, sia sul mercato regolamentato italiano MTA, sia sul MTF AIM Italia (che attualmente risulta essere l’unico MTF registrato come Mercato di crescita per le PMI - *SME Growth Market*), avendo riguardo oltre che alle offerte ricomprese nel *range* 5 – 8 milioni di Euro, anche a quelle inferiori a € 5000.000. Tale soglia, infatti, potrebbe aver rappresentato per gli emittenti un vero e proprio tetto da non superare esclusivamente al fine di evitare i costi legati alla pubblicazione del prospetto informativo.

4.1 Offerte al pubblico finalizzate alla quotazione

Titoli azionari

Con riferimento al mercato regolamentato MTA di Borsa italiana, occorre ricordare che in caso di offerte riferite alla prima ammissione alle negoziazioni gli emittenti sono tenuti a pubblicare un prospetto di quotazione a prescindere dal controvalore dell’offerta. Pertanto, l’esercizio dell’opzione sull’innalzamento della soglia non determinerebbe alcun effetto sugli emittenti che decidono di accedere a tale mercato.

Per quanto riguarda l’MTF AIM Italia di Borsa Italiana, si rileva che tale mercato attualmente conta 98 società ammesse; i dati storici relativi alle IPO registrate sul mercato evidenziano che:

- 38 emittenti (38,7% del totale) hanno raccolto un ammontare superiore agli otto milioni;
- 20 emittenti (20,4% del totale) hanno raccolto un ammontare compreso tra i 5 milioni e gli otto milioni;
- 40 emittenti (40,8% del totale) un ammontare inferiore ai 5 milioni di euro.

Dalle informazioni acquisite da Borsa Italiana risulta che gli emittenti hanno collocato i titoli di nuova emissione attraverso la modalità del *private placement* riservato a investitori istituzionali e

⁶ Si evidenzia che nel corso del 2016 la Consob ha approvato n.117 prospetti di offerta al pubblico e ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari.

dunque tali offerte rientrano già tra i casi di inapplicabilità della disciplina sull'offerta al pubblico previsti dall'art. 34-ter del Regolamento Emittenti.

Pertanto, sebbene un incremento della soglia di esenzione potrebbe incentivare gli emittenti ad effettuare offerte anche attraverso il collocamento a investitori *retail*, appare tuttavia difficile stimare i risultati attesi dall'innalzamento della soglia con riferimento alle IPO.

Titoli obbligazionari

Per quanto riguarda il mercato regolamentato obbligazionario italiano (MOT) di Borsa Italiana, si rappresenta che l'*outstanding* minimo del valore di emissione delle obbligazioni (€ 15.000.000), risulta già superiore alla soglia di € 8.000.000. Pertanto, su tale mercato, l'innalzamento della soglia non determinerebbe alcun effetto.

Infine, si rappresenta che il nuovo segmento del mercato extraMOT (ExtraMOT PRO) dedicato agli strumenti di debito delle PMI italiane, è riservato ai soli investitori professionali e quindi l'offerta di titoli su tale mercato non è accompagnata da un prospetto.

4.2 Offerte al pubblico successive alla quotazione

Elementi più significativi emergono dall'analisi dei dati relativi alle offerte al pubblico di titoli azionari da parte di emittenti quotati.

In particolare, per quanto riguarda il mercato regolamentato domestico, nel triennio 2015-2017 risultano essere stati approvati 5 prospetti relativi ad offerte di controvalore inferiore a Euro/mln 8 (di cui 2, come detto relativi ad offerte nel *range* 5 – 8 milioni di Euro).

Si evidenzia che, sebbene le suddette operazioni fossero di importo esiguo, la maggior parte delle stesse si inseriva in più ampie operazioni di risanamento aziendale nonché in contesti di significativo deterioramento della situazione economico-patrimoniale e finanziaria dell'emittente, di talché i relativi prospetti coglievano le incertezze e le rischiosità connesse al proseguimento dell'attività aziendale anche in caso di buon esito della relativa offerta.

Sempre con riguardo ai soggetti quotati sui mercati regolamentati, occorre ancora una volta ricordare che il Regolamento Prospetto prevede l'innalzamento della soglia di esenzione per il prospetto di quotazione dal 10% al 20% per le azioni già quotate, norma già in vigore dallo scorso luglio; pertanto gli effetti dell'innalzamento della soglia di esenzione per le offerte andrebbero valutati congiuntamente con quelli derivanti dall'innalzamento della soglia di esenzione per il prospetto di quotazione.

Con riferimento all'AIM Italia, invece, in fase successiva all'IPO (dal 2012 ad oggi) sono stati registrati 29 aumenti di capitale da parte di 18 società.

Tutti gli aumenti di capitale, fatta eccezione per uno, risultano di ammontare inferiore alla soglia di € 5.000.000; tra questi, il 34,5% si sono attestati ad un controvalore vicino alla soglia di esenzione di € 5.000.000.

Con riferimento dunque alle offerte successive all'IPO, l'esercizio dell'opzione sull'innalzamento della soglia potrebbe incentivare gli emittenti azioni quotate su un sistema multilaterale di negoziazione che hanno effettuato aumenti di capitale al di sotto dei € 5.000.000 o prossimi a tale soglia, ad una maggiore apertura nei confronti degli investitori *retail* attraverso aumenti di capitale di importo superiore.

4.3 Regime informativo attualmente previsto per le operazioni sotto soglia

Per quanto riguarda l'informativa da fornire in caso di offerte esentate dall'obbligo di pubblicare un prospetto informativo, è necessario in questa sede richiamare quanto evidenziato nella Comunicazione Consob n. DIE/13028158 del 4 aprile 2013, "*Comunicazione in materia di informazioni da pubblicare in occasione di operazioni di rafforzamento patrimoniale di ammontare complessivo inferiore alla soglia di esenzione dalla pubblicazione del prospetto informativo*" ("Comunicazione").

In estrema sintesi la Comunicazione in argomento trae origine dalla disamina di operazioni di rafforzamento patrimoniale poste in essere dagli emittenti quotati, caratterizzate dall'esecuzione di offerte di entità prossima alla soglia di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo (5 euro/mln), rispondenti non solo ad una finalità di rafforzamento patrimoniale (ad esempio nei casi di erosione del capitale di oltre un terzo e al di sotto del limite legale ex artt. 2446 e 2447 del codice civile) o di finanziamento degli investimenti, ma che si collocavano in processi di risanamento aziendale di più ampia portata volti a ripristinare condizioni di equilibrio finanziario, anche attraverso il ricorso ad ulteriori azioni funzionalmente collegate quali accordi di ristrutturazione dei debiti.

La Consob, quindi, aveva riscontrato la necessità che tali operazioni, benché in esenzione da prospetto, fossero compiutamente rappresentate al mercato in rapporto all'effettiva situazione economico-patrimoniale e finanziaria dell'emittente e del gruppo ad esso facente capo, soprattutto quando inserite in programmi di ristrutturazione finanziaria di più ampia portata.

In particolare nella Comunicazione la Consob ha raccomandato di fornire informazioni al mercato in ordine (i) alla congruità dei proventi dell'offerta in rapporto al fabbisogno finanziario corrente dell'emittente, (ii) alle modalità di esecuzione di eventuali impegni di sottoscrizione e (iii) limitatamente ai casi in cui sussistono incertezze in ordine alla prospettiva della continuità aziendale, ai rischi connessi all'eventuale mancato buon esito dell'operazione medesima.

In dettaglio, la Comunicazione raccomanda l'opportunità che l'informativa contenuta nelle relazioni illustrative per le assemblee di approvazione delle citate operazioni e nei comunicati *price sensitive* diffusi ad esito delle delibere assembleari o consiliari, contenga almeno gli elementi di seguito indicati:

1. la stima a data aggiornata del capitale circolante netto dell'emittente o del gruppo (inteso come differenza tra attivo corrente e passivo corrente), determinata senza tener conto dei proventi o degli effetti rivenienti dall'operazione in parola;
2. la stima del fabbisogno finanziario netto dell'emittente o del gruppo, ulteriore oltre a quello eventualmente connesso al punto 1, per i dodici mesi successivi al periodo di offerta, determinata senza tener conto dei proventi o degli effetti rivenienti dalla citata operazione;
3. la descrizione delle modalità di finanziamento del fabbisogno finanziario complessivo di cui ai suddetti punti 1 e 2. Al riguardo si ritiene che sia opportuna un'adeguata informativa circa la congruità dei proventi netti per cassa rivenienti dall'offerta in parola rispetto al citato fabbisogno finanziario complessivo dell'emittente o del gruppo. Ove le risorse rivenienti dall'offerta siano inferiori rispetto al complessivo fabbisogno finanziario corrente del gruppo, è altresì ritenuta utile la descrizione degli ulteriori interventi previsti/posti in essere per fronteggiare gli impegni a breve;
4. le destinazioni, per quanto possibile in ordine di priorità, dei proventi dell'operazione ulteriori rispetto a quella funzionale alla copertura del citato fabbisogno finanziario corrente;
5. la descrizione dei principali termini e delle condizioni degli impegni di sottoscrizione eventualmente in essere, nonché delle modalità di esecuzione degli stessi.

Inoltre, nei casi in cui tali operazioni di rafforzamento patrimoniale di entità di poco inferiore alla suddetta soglia di esenzione dal prospetto siano deliberate/poste in essere da emittenti quotati per i quali segnali di deterioramento reddituale e finanziario portano a ritenere che sussistono incertezze in merito alla prosecuzione dell'attività aziendale, si richiama l'attenzione sull'opportunità di fornire al mercato - nelle relazioni illustrative per le assemblee di approvazione delle citate operazioni e nei comunicati *price sensitive* diffusi ad esito delle delibere assembleari o consiliari - ulteriori elementi informativi:

- ove l'emittente stia definendo o sia soggetto a procedure finalizzate alla gestione della crisi d'impresa (quali piani di risanamento, accordi di ristrutturazione del debito e concordati preventivi), informazioni relative alla finalità dell'operazione in parola rispetto all'implementazione della suddetta procedura e ai tempi di esecuzione previsti;
- gli effetti dell'offerta sull'indebitamento finanziario netto dell'emittente o del gruppo, tenendo conto delle modalità di esecuzione degli eventuali impegni di sottoscrizione (se per cassa o mediante conversione di debiti in capitale);
- la rappresentazione dei rischi connessi all'eventuale mancato buon esito dell'operazione in parola.

L'orientamento raggiunto dalla Consob nella Comunicazione del 2013, in ragione del contesto di mercato ancora contraddistinto da elementi di contrazione e crisi patrimoniale, risulta conservare la sua validità anche nel nuovo contesto regolamentare, e deve essere valutato in sede di esercizio dell'opzione prevista dal Regolamento.

5. DESCRIZIONE E ANALISI DI IMPATTO PRELIMINARE DELLE OPZIONI SULL'INNALZAMENTO DELLA SOGLIA POSTE IN CONSULTAZIONE

5.1 Esercizio dell'opzione sull'esenzione

Al fine di determinare le possibili scelte regolamentari ai fini dell'esercizio dell'opzione sulla soglia, sono state individuate tre possibili alternative di seguito rappresentate.

Opzione 0

La prima opzione da valutare è quella di confermare la soglia di € 5.000.000. Tale opzione consentirebbe agli emittenti che emettono o offrono titoli al di sotto di tale soglia di non pubblicare un prospetto informativo, mentre continuerebbe ad essere sempre richiesta la pubblicazione del prospetto per tutte le offerte di ammontare superiore a € 5.000.000.

Tale opzione, confermando lo *status quo*, mantiene inalterato l'attuale grado di tutela degli investitori. Tale aspetto assume particolare rilevanza soprattutto con riferimento alle offerte pubbliche non finalizzate all'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, né alla negoziazione in un MTF, per le quali, come già detto, è insito un rischio di illiquidità.

Per contro, tale opzione ha il difetto di non sfruttare le potenzialità offerte dal nuovo Regolamento Prospetto volte a facilitare l'accesso al mercato dei capitali e ridurre gli oneri amministrativi soprattutto nei confronti delle PMI.

Inoltre, tale opzione, se pur in linea con la generale tendenza rilevabile dal confronto con gli altri Stati membri, divergerebbe dalle scelte operate da alcuni paesi dell'Unione europea (quali ad es. la Francia) che si stanno muovendo verso un innalzamento della soglia.

Opzione 1

Una seconda opzione è rappresentata dall'innalzamento ad € 8.000.000 (in un periodo di 12 mesi) della soglia di esenzione dal prospetto per tutte le offerte al pubblico. Rispetto alla precedente opzione, quindi, gli emittenti che effettuano offerte al pubblico di ammontare compreso tra € 5.000.000 e € 8.000.000 non sarebbero più obbligati alla redazione e pubblicazione del prospetto informativo.

L'opzione in discussione ha il pregio di sfruttare al massimo le possibilità offerte dal Regolamento Prospetto in termini di riduzione dei costi di raccolta di capitale (cfr. *supra*).

Quanto agli impatti sul mercato italiano legati alla scelta di tale opzione secondo i dati sopra illustrati, tra il 2015 e il 2017 sono stati approvati n. 7 prospetti relativi a offerte di ammontare totale compreso nel *range* su menzionato e le offerte in fase successiva all'IPO effettuate su AIM Italia sono state tutte inferiori a € 5.000.000 (tanne una). Tuttavia, si evidenzia ancora una volta che tale dato potrebbe non rappresentare correttamente l'impatto legato a una maggiore soglia di esenzione, se si considera l'ipotesi che, per effetto dell'innalzamento della soglia, gli emittenti potrebbero essere incentivati a raccogliere capitale per importi superiori a quanto fatto finora.

Sul presupposto che l'attuale soglia abbia rappresentato un limite per tali emittenti, l'innalzamento della medesima potrebbe dunque favorire un incremento dei capitali raccolti.

Per contro, tale opzione ha lo svantaggio di comportare il rischio di un minor grado di tutela per gli investitori che verrebbero privati delle informazioni contenute nel prospetto informativo relative alle offerte comprese tra € 5.000.000 e € 8.000.000⁷.

Questa opzione avrebbe inoltre ricadute anche sulla definizione di "offerta pubblica di acquisto o di scambio" e sulla conseguente applicabilità della relativa normativa contenuta nel TUF. Infatti, in forza della definizione di cui all'art. 1, comma 1, lettera v) del TUF, le suddette soglie rilevano ai fini dell'applicabilità della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto o di scambio volontarie⁸.

Si evidenzia che a partire dal 2007 sono state poste in essere 7 offerte volontarie aventi un controvalore tra i 5 e gli 8 milioni di euro (su circa 200 operazioni realizzate nello stesso periodo - meno del 5%).

La modifica proposta potrebbe comportare quindi una minor tutela per gli azionisti destinatari di tali offerte⁹.

⁷ In tali casi inoltre i presidi informativi previsti dalla Comunicazione 13028158/2013, potrebbero trovare applicazione solo con riferimento alle società quotate.

⁸ Resta infatti fermo che la disciplina sulle offerte obbligatorie trova comunque applicazione anche con riferimento a operazioni aventi un controvalore inferiore ai suddetti importi, anche tenuto conto che la Direttiva OPA non prevede esenzioni per soglie.

⁹ In relazione ad eventuali offerte aventi ad oggetto azioni negoziate sull'AIM, anche obbligatorie ai sensi del relativo Regolamento e degli Statuti delle società interessate, la Consob vigila nel caso in cui le stesse superino i limiti quantitativi di cui alla citata norma; pertanto a seguito dell'eventuale incremento della soglia a 8 milioni di Euro, rimarrebbe ferma la vigilanza da parte del Panel della Borsa Italiana su tali offerte sotto-soglia. Tale fenomeno nell'ultimo biennio ha registrato un interesse crescente con la promozione di 4 offerte, aventi peraltro tutte un controvalore superiore anche agli 8 milioni di euro.

Opzione 2

Al fine di coniugare al meglio le opposte esigenze di mantenere un'elevata tutela degli investitori, da una parte, e di alleggerire gli oneri amministrativi per le PMI che intendono raccogliere capitali sul mercato, si potrebbe prevedere l'innalzamento della soglia di esenzione dalla pubblicazione del prospetto a € 8.000.000 solamente con riferimento a talune offerte e prevedendo un adeguato presidio informativo per le operazioni esenti dal prospetto.

Più nel dettaglio, si potrebbe limitare l'incremento della soglia di esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto informativo alle sole offerte di titoli di capitale contestuali o successive alla quotazione in un mercato regolamentato o in uno *SME Growth Market*, rimanendo ferma per tutte le altre offerte l'attuale soglia di € 5.000.000.

In tal modo si otterrebbe il duplice risultato di "premiare" gli emittenti negoziati su una *trading venue* che costituisce un ambiente regolato e sottoposto alla vigilanza dell'Autorità, e di mantenere invece l'attuale regime con una soglia di esenzione più bassa per le offerte effettuate da società non quotate che, avendo ad oggetto titoli illiquidi, presentano rischi maggiori sotto il profilo della tutela dei sottoscrittori.

Analoga estensione potrebbe essere prevista, sulla scorta di quanto contemplato dalla citata proposta dell'AMF francese, anche con riguardo alle offerte realizzate tramite portali on-line per la raccolta di capitale di rischio (*equity crowdfunding*). Anche tali offerte infatti, ad oggi effettuabili entro l'attuale limite di € 5 milioni (*cfr.* combinato disposto degli artt. 100 e 100-*ter* TUF e 34-*ter* del Regolamento Emittenti) si svolgono in un "ambiente regolato", essendo previsti dall'attuale Regolamento Consob sull'*equity crowdfunding* una serie di presidi a tutela degli investitori¹⁰.

Per quanto riguarda i controvalori registrati nell'ambito di tali offerte, si rileva che, in base ai dati aggiornati al primo trimestre dell'anno, il controvalore massimo registrato in Italia da singole offerte di *equity crowdfunding* è stato pari a 3 milioni di euro, registrandosi in totale nell'ultimo anno 5 offerte di valore superiore ad un milione di euro. Tuttavia, tali offerte registrano un *trend* costante di crescita, anche in conseguenza delle recenti modifiche normative intervenute, quali, fra tutte, l'estensione a tutte le PMI anche non innovative, mentre sul fronte europeo si registra la recente proposta di Regolamento della Commissione europea (COM(2018) 113/2) che tra l'altro prevede la possibilità di collocare tramite portali on-line anche titoli di

¹⁰ Come noto infatti i gestori di portali *on-line* che intermediano questo tipo di offerte devono essere autorizzati dalla Consob o essere abilitati alla prestazione di servizi di investimento. Inoltre sul piano informativo, il Regolamento Consob prevede che siano fornite informazioni concernenti: il portale, l'investimento (caratteristiche e rischiosità) e le specifiche offerte (per cui è stato previsto un modello standardizzato allegato al regolamento). Inoltre, tra i presidi a tutela degli investitori, il regolamento prevede per gli investitori diversi dagli investitori istituzionali: il diritto di recedere dall'ordine di adesione entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine; il diritto di revocare la loro adesione quando tra il momento dell'adesione e la chiusura dell'offerta siano sopraggiunte circostanze idonee a influire sulla decisione di investimento; il diritto di recesso dalla società ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni in caso di mutamento del controllo societario.

debito. Pertanto, in un'ottica prospettica potrebbe essere valutata l'opportunità di elevare a 8 milioni di euro la soglia entro la quale possono essere effettuate le offerte tramite portali on-line.

Sul piano dei presidi informativi da fornire agli investitori in occasione delle offerte effettuate in esenzione da emittenti quotati in mercati regolamentati o in uno *SME Growth Market*, l'opzione proposta prevede di "codificare" nel Regolamento Emittenti il contenuto della citata Comunicazione Consob n. DIE/13028158 del 4 aprile 2013.

In particolare, si propone di prevedere per le società quotate sia in mercati regolamentati, che in un mercato di crescita della PMI, che qualora effettuino offerte di titoli azionari rivolte agli investitori *retail* il cui controvalore si inferiore a 8 milioni di euro e dunque esenti da prospetto, gli emittenti rendano note prima dell'offerta una serie di informazioni coincidenti con quelle richieste dalla Comunicazione DIE/13028158 del 4 aprile 2013 quali in particolare quelle relative: (i) alla congruità dei proventi dell'offerta in rapporto al fabbisogno finanziario corrente dell'emittente, (ii) alle modalità di esecuzione di eventuali impegni di sottoscrizione e (iii) limitatamente ai casi in cui sussistono incertezze in ordine alla prospettiva della continuità aziendale, ai rischi connessi all'eventuale mancato buon esito dell'operazione medesima.

In alternativa alla inclusione delle predette informazioni nell'ambito delle relazioni illustrative per le assemblee di approvazione delle citate operazioni e nei comunicati *price sensitive* diffusi ad esito delle delibere assembleari o consiliari, si potrebbe prevedere di includere le medesime informazioni in un documento informativo autonomo, non sottoposto alla preventiva approvazione della Consob.

L'opzione complessivamente descritta ha il pregio di favorire l'accesso al mercato dei capitali delle PMI italiane, riducendo gli oneri amministrativi e confermando come sede privilegiata per la negoziazione delle loro azioni i mercati di crescita delle PMI. È soprattutto per queste imprese, infatti, che i costi relativi alla predisposizione di un prospetto hanno un impatto proporzionalmente maggiore. Tale opzione assicura quindi una maggiore proporzionalità tra la dimensione dell'impresa e il suo fabbisogno di finanziamenti, da un lato, e il costo di elaborazione del prospetto dall'altro¹¹.

A fronte di una riduzione degli oneri per le PMI, tale opzione ha il pregio di mantenere pressoché inalterato il livello di protezione degli investitori. Infatti, consente di garantire la trasparenza informativa verso il pubblico dei risparmiatori, attraverso i presidi previsti dalla

¹¹ Si rappresenta che, in linea con le priorità declinate nella revisione di medio termine del progetto per la creazione della *Capital Markets Union* ("CMU"), la Commissione europea, in data 24 maggio 2018, ha proposto nuove disposizioni per migliorare l'accesso al finanziamento attraverso il mercato dei capitali per le PMI. Tali disposizioni introdurranno un approccio più proporzionato a sostegno delle PMI al fine di incrementare la quotazione di tali imprese sui mercati di crescita delle PMI, salvaguardando al contempo la protezione degli investitori e l'integrità dei mercati. Tra le principali modifiche proposte vi è quella di consentire agli emittenti con almeno tre anni di quotazione sui mercati di crescita delle PMI di produrre un prospetto semplificato in caso di trasferimento in un mercato regolamentato.

normativa vigente con riferimento ai mercati regolamentati e agli *SME Growth Market* ed il rafforzamento dei medesimi.

È bene evidenziare, con riferimento a quest'ultima categoria, che la direttiva MIFID II nel definire un mercato di crescita per le PMI richiede per questi mercati che al momento dell'ammissione iniziale alle negoziazioni vengano pubblicate informazioni sufficienti, ad esempio tramite un documento di ammissione appropriato o un prospetto (se questo è dovuto per l'eventuale offerta pubblica contestuale), e fornita un'adeguata informativa finanziaria periodica, ad esempio relazioni annuali sottoposte a revisione (*cf.* art. 33 MIFID e art. 78 del Regolamento delegato 2017/565). Al riguardo, si rappresenta che nel recepire tale previsione, l'art. 69 del TUF, prevede, tra l'altro, al comma 2, lettera c) che *“al momento dell'ammissione alla negoziazione di uno strumento finanziario sul mercato sono state pubblicate informazioni sufficienti per permettere agli investitori di effettuare una scelta consapevole in merito all'investimento. Tali informazioni possono consistere in un appropriato documento di ammissione o in un prospetto se i requisiti di cui al regolamento 2017/1129/UE sono applicabili con riguardo a un'offerta pubblica presentata insieme all'ammissione alla negoziazione dello strumento finanziario sul sistema multilaterale di negoziazione”*.

A ciò si aggiungano gli ulteriori presidi attualmente previsti dal regolamento di AIM Italia che costituisce l'unico mercato italiano riconosciuto come *SME Growth Market* ai fini MIFID¹².

Inoltre tale soluzione, che si muove sulla falsariga della proposta francese sopra illustrata, avrebbe il pregio di:

- agevolare l'esercizio dei poteri di vigilanza Consob in materia di offerta previsti dall'art. 32 del Regolamento Prospetto (quali, tra gli altri, il potere di richiedere all'emittente di pubblicare informazioni rilevanti ovvero la possibilità di sospendere o vietare l'offerta)¹³;

¹² In particolare, il regolamento di tale mercato prevede che in fase di ammissione non sia richiesto un prospetto ma un documento di ammissione che riporti le informazioni utili per gli investitori relative alla società, al *management*, agli azionisti e ai dati economici. È prevista, inoltre, la presenza continua del *Nominated Adviser* (NOMAD) che deve valutare l'appropriatezza della società ai fini dell'ammissione al mercato e supportarla nel mantenere un profilo adeguato di trasparenza informativa nei confronti degli investitori. Il regolamento AIM richiede che le società adottino e mantengano *“appropriate regole di governo societario”* e impone l'obbligo di riprodurre in statuto le previsioni in tema di offerta pubblica di acquisto obbligatoria di cui agli artt. 106 e 109 del TUF. Infine, per effetto dell'ammissione ad AIM Italia, in capo agli emittenti sorgono determinati obblighi informativi che attengono, tra l'altro, alle disposizioni previste dal Regolamento (UE) 596/2014 (“MAR”), nonché agli obblighi di comunicazione di cui all'art. 10 del Regolamento Operazioni con Parti Correlate (adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010).

¹³ L'art. 32 del Regolamento Prospetto prevede che: *“Per adempiere ai compiti loro assegnati dal presente regolamento, le autorità competenti dispongono almeno, conformemente al diritto nazionale, dei seguenti poteri di vigilanza e di indagine: [...] d) sospendere l'offerta pubblica di strumenti finanziari o l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato per un massimo di dieci giorni lavorativi consecutivi per ciascuna occasione se vi è ragionevole motivo di sospettare che il presente regolamento sia stato violato; [...] f) vietare l'offerta pubblica di strumenti finanziari o l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato se accertano che il presente regolamento è stato violato o hanno ragionevole motivo di sospettare che potrebbe essere violato; [...] l) rendere pubbliche, o esigere che l'emittente renda pubbliche, tutte le informazioni rilevanti che*

infatti, sebbene tali poteri siano esercitabili dall'autorità competente anche nell'opzione 0 e nell'opzione 1 sopra richiamate, la pubblicazione di specifiche informazioni sull'operazione di offerta al pubblico ne renderebbe più tempestivo l'esercizio;

- non imporre un onere eccessivo agli emittenti, richiedendosi soltanto la pubblicazione delle informazioni in un congruo termine prima dell'avvio dell'offerta, nel contempo prevedendo spazi di intervento per l'Autorità di vigilanza al fine di esercitare i richiamati poteri di integrazione del set informativo disponibile al pubblico ovvero i poteri di natura cautelare in materia di offerta sopra richiamati.

L'opzione in esame prevede infine che non si determini alcun effetto sulla definizione di "offerta pubblica di acquisto o di scambio" individuata nel citato art. 1, comma 1, lettera v) del TUF. Verrebbe infatti chiarito nel testo del regolamento che rimane ferma la soglia di € 5.000.000 ai fini definizione di "offerta pubblica di acquisto o di scambio" prevista dal TUF.

Nella tabella seguente si rappresenta, attraverso alcuni indicatori, l'efficacia di ogni opzione proposta rispetto agli obiettivi dell'intervento.

Opzione	Onerosità	Tutela degli investitori	Accesso al mercato dei capitali per PMI
0)	0	0	0
1)	++	--	++
2)	+	0	++

++: importanti miglioramenti; +: alcuni miglioramenti; 0: nessun impatto; -: qualche peggioramento; --: significativi peggioramenti)

possano influire sulla valutazione dei titoli offerti al pubblico o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato al fine di assicurare la tutela degli investitori o il regolare funzionamento del mercato".