

**Risposta alla Consultazione  
CONSOB sulle Modifiche al  
Regolamento Emittenti per  
adeguamento al Regolamento  
(UE) 2017/1129 (“Regolamento  
Prospetto”)**

10 luglio 2019

## Premessa

In linea generale si condivide l'orientamento seguito dalla Consob in sede di revisione del Regolamento Emittenti, volto a semplificare attraverso il rinvio al Regolamento UE, l'iter di presentazione, controllo, approvazione, pubblicazione dei prospetti e dei supplementi per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato.

Permangono tuttavia nella proposta di revisione del Regolamento Emittenti alcune aree di intervento (in particolare i tempi di istruttoria del prospetto) che, oltre a non essere disciplinate dal Regolamento Europeo, sollevano perplessità sotto un profilo operativo. L'introduzione di obblighi aggiuntivi rispetto a quelli previsti dal legislatore europeo contribuisce inoltre ad incrementare la complessità operativa, determinando altresì una disparità di trattamento, rispetto ai corrispondenti player europei, in contraddizione con il principio del "level playing field".

Di seguito si riportano, seguendo il testo del documento posto in consultazione, prime considerazioni sui principali punti di interesse per le banche in qualità di emittenti strumenti finanziari di debito o capitale nonché di intermediari che organizzano collocamenti di tali strumenti.

Si auspica che tali indicazioni possano essere considerate dalla Consob onde evitare che ricadano sugli emittenti italiani obblighi più gravosi e/o ulteriori, che non comportano, tra l'altro, vantaggi in termini di tutela dell'investitore.

## Osservazioni

### **Facoltà di sostituzione delle informazioni sui titoli riportate nella Nota di sintesi con le informazioni del KID**

Con riferimento alla facoltà prevista dall'art 7, comma settimo, del Regolamento Europeo - ed al momento contenuta nella legge di Delegazione Europea 2018 non ancora approvata - da parte di ciascun Stato Membro di richiedere che l'emittente sostituisca le informazioni fondamentali sui titoli riportate nella nota di sintesi del prospetto con le informazioni del KID, si condivide la proposta della CONSOB di non esercitare tale facoltà.

Infatti, come indicato dalla stessa CONSOB nel documento di consultazione, diverse informazioni indicate nell'art. 8, comma terzo, del Regolamento PRIIP's non sono in linea con le informazioni previste nella nota di sintesi e nelle altre parti del prospetto ai sensi del Regolamento Prospetto e dei relativi regolamenti delegati (questi ultimi pubblicati in data 2 giugno 2019 sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea): ad esempio, gli scenari di performance non sono previsti nella nota di sintesi né in altre parti del prospetto. L'indicazione dei costi dello strumento, come richiesti dal KID (costi diretti ed indiretti a carico dell'investitore) non corrisponde all'indicazione delle voci da riportare nella nota di sintesi (costi e commissioni

inclusi nel prezzo di emissione/in aggiunta al prezzo di emissione) e nelle altre parti del prospetto. Ove si intendesse prevedere l'obbligo di sostituzione delle informazioni contenute nella nota di sintesi con quelle previste dal KID, l'emittente dovrebbe per coerenza modificare anche i contenuti della nota di sintesi e del prospetto.

Inoltre, anche i criteri di aggiornamento KID e della nota di sintesi sono diversi: la nota di sintesi deve essere aggiornata ogni qualvolta sia intervenuto, durante il periodo di offerta, un nuovo fatto significativo rilevante relativo alle informazioni contenute nel prospetto: il KID deve essere invece aggiornato, secondo i criteri indicati negli RTS delle ESA, anche laddove lo strumento circoli sul mercato secondario: pertanto l'informazione fornita nella nota di sintesi consegnata in sede di offerta rischierebbe di non essere aggiornata o di essere addirittura fuorviante rispetto all'informazione contenuta nel KID.

Infine, in un'ottica più generale, posto che le informazioni che si intenderebbe riportare nella nota di sintesi sono già contenute nel KID consegnato all'investitore, non è chiaro quali vantaggi tale sostituzione possa apportare mentre al contrario, come visto, possono sorgere fraintendimenti per gli investitori.

## **Modifiche al Regolamento Emittenti**

### ***Art. 3 (Definizioni e normativa applicabile)***

Si propone di introdurre la definizione di "emissioni secondarie" che, sebbene richiamate dall'art. 14 del Regolamento UE, non sono state esplicitate nel Regolamento.

### ***Art. 8 (Approvazione del Prospetto e del Supplemento): commi 1 e 1-bis - Fissazione dei termini del procedimento di approvazione del Prospetto e del Supplemento***

Nel testo del Regolamento Emittenti posto in consultazione vengono fissati alcuni termini relativi al procedimento di approvazione del prospetto e del supplemento (Art. 8), che non sono previsti nel Regolamento Europeo. Come anticipato nelle premesse, tali modifiche appaiono in contrasto con lo spirito della nuova normativa. Nello specifico, come riportato nei considerando 1, 2 e 3, il Regolamento Europeo costituisce una tappa fondamentale per il completamento dell'Unione dei Mercati di Capitali, volta a rendere più efficiente il funzionamento dei mercati mediante (i) la massima armonizzazione delle normative nazionali, (ii) l'eliminazione delle asimmetrie informative, e (iii) la creazione di un mercato transfrontaliero di passaporto che faciliti il funzionamento efficace del mercato interno.

Pertanto, l'introduzione di questi ulteriori termini non previsti dal Regolamento Europeo rischierebbe di neutralizzare gli obiettivi di massima armonizzazione ed efficienza perseguiti dal legislatore europeo.

#### *Termine per il completamento della domanda*

Il testo del Regolamento posto in consultazione prevede (comma 1) che, se la Consob ritiene, per motivi ragionevoli, che la domanda di approvazione o le informazioni o i documenti alla stessa allegati siano incompleti, essa ne informa entro 10 giorni lavorativi l'emittente o l'offerente, il quale sempre nel termine di 10 giorni lavorativi deve inoltrare le informazioni ed i documenti mancanti e la domanda di approvazione prende data dal giorno in cui pervengono alla Consob le informazioni e la documentazione prescritta. Inoltre, viene stabilito (comma 1-bis) che l'invio di una bozza di prospetto contenente nuove informazioni tali da determinare un mutamento sostanziale dell'operazione deve intendersi come nuova domanda di approvazione determinando la decadenza della precedente.

Il Regolamento UE non prevede, invece, termini entro cui l'emittente deve completare la domanda di approvazione o le informazioni o i documenti alla stessa allegati ma si limita ad individuare (art. 20, commi secondo e terzo) i termini di 10 giorni, decorrenti dalla data di presentazione del progetto di prospetto, entro cui l'Autorità deve comunicare all'emittente la decisione in merito all'approvazione del prospetto.

Ora, prescindendo da considerazioni sull'opportunità di intervenire a livello nazionale su un aspetto già integralmente previsto e normato dal Regolamento Europeo, si ritiene che le previsioni richiamate nei suddetti commi ai fini delle verifiche di completezza, rischino di far slittare o, addirittura, non far mai decorrere, i termini di approvazione del prospetto individuati dal Regolamento Europeo.

Il meccanismo proposto attribuisce, inoltre, ampia discrezionalità agli Uffici della CONSOB nella definizione della completezza della domanda di approvazione e, di conseguenza, nell'attribuzione della data in cui la domanda si considera pervenuta alla CONSOB e da cui decorrono i termini di approvazione.

Potrebbe pertanto accadere che, in situazioni analoghe tra loro, venga richiesto, a volte il completamento della documentazione o delle informazioni mancanti, a volte la presentazione di una nuova domanda o addirittura la presentazione di più nuove domande a seguito di più richieste di integrazione dovute ad incompletezza della documentazione e delle informazioni.

Le previsioni in parola appaiono inoltre in contraddizione con l'intento – dichiarato dalla stessa Autorità in apertura del documento di consultazione – di non prevedere alcuna *"intermediazione del legislatore nazionale"* in

relazione alla procedura di approvazione del prospetto prevista dal Regolamento Europeo.

Da un punto di vista più operativo, l'introduzione nell'ordinamento italiano di previsioni ulteriori rispetto al quadro europeo -oltre ad allontanare gli emittenti italiani e quelli stranieri che operano in Italia, rispetto agli altri *player* europei -, rischia altresì di far riconsiderare le scelte degli emittenti stessi in merito all'Autorità prescelta per l'approvazione del prospetto.

Per quanto attiene in particolare al comma 1-*bis* - che come detto prevede che l'invio, in corso di istruttoria, di una bozza di prospetto contenente nuove informazioni tali da determinare un mutamento sostanziale dell'operazione deve intendersi come nuova domanda di approvazione determinando la decadenza della precedente - si rileva come tale previsione sembri avere un contenuto "punitivo", che risulta ingiustificato soprattutto nelle ipotesi in cui la struttura dell'operazione debba essere modificata per ragioni non necessariamente dipendenti dalla volontà, ovvero fuori dal controllo dell'emittente/offerdente (si pensi, per esempio, a improvvise modifiche del contesto macroeconomico o di mercato, in particolare per quanto riguarda le operazioni straordinarie, quali aumenti di capitale e/o IPO).

Per tali motivi, il termine di 10 giorni lavorativi previsto per le verifiche di completezza non dovrebbe essere proposto a livello nazionale ed i commi 1 e 1-*bis* andrebbero eliminati. Ove si intendesse comunque mantenerlo, si propone di far decorrere lo stesso dalla data in cui viene presentato il progetto di prospetto, come previsto dal secondo comma dell'art. 20 del Regolamento UE.

Infine, sarebbe opportuno specificare se le previsioni relative alla comunicazione di incompletezza/richiesta di informazioni supplementari da parte dell'autorità debbano considerarsi estese anche al caso di approvazione dei supplementi.

#### **Art. 8 (Approvazione del Prospetto e del Supplemento), commi 4-*bis* e 5**

Il termine perentorio di 10 giorni lavorativi (*comma 4 bis*) richiesto per l'invio all'Autorità di informazioni supplementari (nel caso di titoli già quotati o non quotati, e 5 giorni nel caso di emittenti frequenti), pena la decadenza del procedimento, non è previsto nel Regolamento Europeo e non dovrebbe pertanto essere proposto a livello nazionale.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> L'art 20 del Regolamento UE consente infatti all'Autorità emittente di rifiutare l'approvazione del prospetto e di porre un termine al processo di riesame qualora l'emittente non possa o non voglia apportare le modifiche necessarie o fornire le informazioni supplementari richieste.

Quanto alla motivazione evidenziata nel documento posto in consultazione, secondo cui la fissazione di termini per rispondere alle richieste formulate dall'Autorità possa avere una funzione acceleratoria del procedimento e consentirne uno svolgimento ordinato, si ritiene che sia già interesse primario degli stessi emittenti (banche, imprese non finanziarie) accelerare quanto più possibile l'iter di approvazione del prospetto. Tale previsione pertanto sembra essere ultronea.

Anche la previsione di una durata massima del procedimento (*comma 5*), nel caso di richiesta di informazioni supplementari, (30 giorni in caso di emittenti frequenti, 40 giorni nel caso di offerte di titoli da parte di emittenti quotati o che abbiano già offerto titoli al pubblico e 60 giorni nel caso di offerta di titoli di titoli di emittenti non quotati e che non abbiano mai offerto titoli al pubblico) non è prevista dal Regolamento Europeo e, pertanto, si ritiene che non dovrebbe essere mantenuta a livello nazionale.

Si propone di conseguenza di eliminare i commi *4-bis* e *5*.

#### **Art. 9 (Pubblicazione del prospetto e del supplemento)**

Il documento propone di modificare il Regolamento Emittenti al fine di prevedere che sia il prospetto che l'eventuale supplemento debbano essere depositati entro e non oltre *"la fine del primo giorno lavorativo che segue la comunicazione dell'approvazione"*.

Si ritiene al riguardo che il deposito alla Consob per l'invio all'ESMA dovrebbe essere coerente con le tempistiche previste per la pubblicazione, come già dettagliatamente disciplinate nel Regolamento Europeo.

Del pari, non appare condivisibile la motivazione, indicata nel documento di consultazione, secondo cui la previsione è funzionale alla trasmissione all'ESMA dei prospetti approvati.

Infatti, **(i)** l'articolo 20, paragrafo 2, terzo capoverso del Regolamento Prospetto prevede che l'Autorità nazionale comunichi l'approvazione del prospetto e di eventuali supplementi all'ESMA, senza fare alcun riferimento alla trasmissione del testo di tali documenti depositato dall'emittente, e **(ii)** in ogni caso, l'Autorità è comunque in possesso della versione finale del prospetto o del supplemento presentata per l'approvazione - che non può in alcun modo differire da quella che è poi depositata presso l'Autorità stessa - ed è in grado, quindi, di trasmettere tali documenti all'ESMA.

Infine, si dovrebbero considerare gli impatti della previsione di tale termine per il deposito anche alla luce delle novità introdotte dal Regolamento Prospetto in materia di supplemento. In particolare, l'articolo 23, paragrafo 3 di detto Regolamento prevede - con una disposizione dal carattere innovativo rispetto alla disciplina previgente - che *"Ove i titoli siano acquistati o sottoscritti tramite un intermediario finanziario, quest'ultimo informa gli*

*investitori della possibilità che sia pubblicato un supplemento, del luogo e del momento in cui sarebbe pubblicato e del fatto che in tal caso li assisterebbe nell'esercizio del diritto di revocare l'accettazione. L'intermediario finanziario contatta gli investitori il giorno in cui il supplemento è pubblicato".*

Tale disposizione, se letta congiuntamente con la modifica proposta all'articolo 9, comma 1 del Regolamento Emittenti, sembrerebbe comportare per l'emittente l'obbligo di deposito del supplemento il giorno lavorativo successivo alla comunicazione dell'approvazione e, contestualmente, l'obbligo di dare informazione a tutti gli investitori *retail* i quali avrebbero solo due giorni lavorativi per l'esercizio del diritto di revoca.

Eliminando l'obbligo di pubblicare il supplemento entro il giorno lavorativo successivo alla comunicazione dell'approvazione si consentirebbe all'intermediario – di intesa con l'emittente – di avere a disposizione un lasso di tempo per dare corso agli adempimenti necessari per effettuare le comunicazioni agli investitori nella maniera più tempestiva ed efficace possibile, anche a maggior tutela degli investitori stessi che – come detto – avranno a disposizione due giorni lavorativi per esercitare il diritto di revoca.

Se da un lato è pur vero che -nella maggior parte dei casi - è interesse dell'emittente/offerdente che ha chiesto l'approvazione del prospetto/supplemento procedere quanto prima al relativo deposito, al fine di poter iniziare l'offerta e/o consentire l'esercizio del diritto di revoca in caso di supplemento, dall'altro si ritiene che la modifica dell'articolo 9 del Regolamento Emittente proposta possa determinare un'ulteriore divergenza rispetto alla prassi degli altri Paesi europei, che risulta più snella e di più semplice attuazione da parte degli operatori, nonché un indebolimento della tutela degli investitori, che possono vedere pregiudicata la possibilità di esercitare il proprio diritto di revoca.

Tenuto conto di tutto quanto sopra si propone pertanto l'eliminazione del termine per il deposito.

### **Art. 12 (Regime linguistico del prospetto)**

Sono state apportate solo alcune modifiche di coordinamento al Regolamento Europeo mantenendo invariate le disposizioni vigenti in materia in tema di regime linguistico.

Non risulta chiaro però come le previsioni recate dal Regolamento Emittenti ancora in vigore debbano essere applicate nel caso di passaportazione di un documento di registrazione/documento di registrazione universale.

L'articolo 26, comma 2, del Regolamento Europeo stabilisce infatti che "ove applicabile" la notifica sia accompagnata da una traduzione del documento di registrazione/documento di registrazione universale e delle loro modifiche.

Tale previsione risulterebbe però molto onerosa,

- (i) sia per gli emittenti stranieri che decidessero di svolgere offerte in Italia e sarebbero così obbligati a tradurre il loro documento di registrazione/documento di registrazione universale in lingua italiana;
- (ii) sia per gli emittenti italiani che decidessero di svolgere offerte all'estero.

Nel Regolamento posto in consultazione non c'è alcun cenno al regime linguistico previsto in tale caso, né menzione di come possa essere interpretato il riferimento alle parole "ove applicabile".

Il considerando 67 del Regolamento Europeo stabilisce che un obbligo di tradurre l'intero prospetto in tutte le pertinenti lingue nazionali scoraggerebbe le offerte transfrontaliere e, per tale motivo, solo la nota di sintesi dovrebbe essere disponibile nella lingua ufficiale dello stato membro ospitante.

Lo stesso principio dovrebbe valere, pertanto, anche per il documento di registrazione/documento di registrazione universale. Diversamente, il beneficio per gli emittenti (sia italiani, sia stranieri) di notificare – e quindi utilizzare – un unico documento di registrazione per tutti i prospetti nelle altre giurisdizioni sarebbe totalmente vanificato.

Sul punto pertanto si richiede all'autorità un'integrazione al presente articolo per chiarire come verrà applicato il regime linguistico nel caso di notifica dei summenzionati documenti, tenuto conto della *ratio* del Regolamento Europeo.

#### **Art. 34-quinquies (Svolgimento dell'offerta al pubblico)**

La lett. d) del comma secondo dell'art. 34 – quinquies prevede che il modulo di adesione all'offerta contenga alcune informazioni, tra cui le modalità con cui l'investitore verrà contattato dall'intermediario finanziario, nel caso di pubblicazione di un supplemento, laddove i titoli siano stati sottoscritti/acquistati tramite quest'ultimo.

Ciò discende da quanto previsto dall'art. 23, paragrafo 3 primo capoverso, del Regolamento UE, in base al quale, laddove i titoli siano acquistati/sottoscritti tramite un intermediario finanziario, lo stesso, oltre ad informare gli investitori della possibilità che venga pubblicato un supplemento, del luogo e del momento in cui sarebbe pubblicato e del fatto che essi potrebbero avere il diritto di revocare la sottoscrizione, deve contattare gli investitori il giorno stesso in cui il supplemento è pubblicato.

Detta previsione incontra significativi limiti operativi per gli intermediari e gli emittenti qualora agiscano anche da intermediari.



In merito è opportuno, in via preliminare, analizzare il contenuto dei due commi del Regolamento Prospetto richiamati dalla disposizione del Regolamento Emittenti. In particolare:

- l'articolo 23, paragrafo 3, terzo capoverso del Regolamento Prospetto in base al quale *"Ove i titoli siano acquistati o sottoscritti direttamente dall'emittente, quest'ultimo informa gli investitori della possibilità che sia pubblicato un supplemento, del luogo in cui sarebbe pubblicato e del fatto che in tal caso essi potrebbero avere il diritto di revocare l'accettazione"*;
- l'articolo 23, paragrafo 3, primo capoverso del Regolamento Prospetto in base al quale invece *"Ove i titoli siano acquistati o sottoscritti tramite un intermediario finanziario, quest'ultimo informa gli investitori della possibilità che sia pubblicato un supplemento, del luogo e del momento in cui sarebbe pubblicato e del fatto che in tal caso li assisterebbe nell'esercizio del diritto di revocare l'accettazione. L'intermediario finanziario contatta gli investitori il giorno in cui il supplemento è pubblicato"*.

Dal tenore letterale delle previsioni sopra indicate emerge che la differenza tra le stesse riguarda essenzialmente la circostanza che il legislatore immagina le due tipologie di informativa in momenti diversi: **(i)** per l'emittente, al momento della sottoscrizione dello strumento, per l'eventualità che sia successivamente pubblicato un supplemento, mentre **(ii)** per l'intermediario, nella sola ipotesi in cui sia effettivamente pubblicato un supplemento.

Con riferimento all'obbligo di informazione di cui all'art. 23, paragrafo 3, primo capoverso, del Regolamento Prospetto si evidenzia che l'intermediario non può conoscere luogo e momento di pubblicazione, ex ante, essendo un'informativa che appartiene all'emittente.

Pertanto, appare difficile che tale informativa possa essere riportata nel modulo di adesione che - come noto - viene utilizzato in sede di sottoscrizione e quindi in un momento in cui non è nota la (eventuale) pubblicazione del supplemento.

Tale informazione, non essendo come detto al momento della sottoscrizione/adesione certa la pubblicazione di un supplemento né le altre informazioni richieste nell'analisi al testo proposto (il luogo ed il momento in cui lo stesso verrà pubblicato) si tradurrebbe, di fatto, nella ripetizione delle informazioni generiche contenute nel prospetto, che non arricchiscono, quindi, il set informativo a disposizione dell'investitore.

Sul punto si auspica di poter avviare a breve un confronto con gli Uffici della Consob che verta in particolare:

- sugli adempimenti richiesti agli emittenti e agli intermediari per contattare il giorno stesso in cui il supplemento è pubblicato gli investitori, tenendo conto del fatto che non tutti gli emittenti hanno al loro interno una rete di distribuzione e, comunque, potrebbe essere concretamente difficile anche per gli intermediari contattare migliaia di investitori in un ristretto lasso temporale.

Inoltre occorre considerare che, la previsione di un'informativa diretta all'investitore tramite ad es. canali telematici complementari a quello postale (email o sms), in aggiunta alla pubblicazione da parte dell'emittente del supplemento tramite sito internet, metterebbe l'intermediario (e/o l'emittente) nella posizione di non riuscire ad adempiere all'obbligo di informativa di cui all'art. 23 del Regolamento UE in quanto non tutti gli investitori potrebbero aver accesso a questi canali telematici o dare il consenso al loro uso in base alla normativa sulla "privacy". L'utilizzo di canali telematici non darebbe quindi la certezza che l'investitore abbia ricevuto e/o letto l'informativa.

- sulle modalità con cui gli emittenti /intermediari dovranno contattare gli investitori, anche in merito all'utilizzo di tecniche di contatto, che implicino l'utilizzo di canali informatici o, comunque, telematici, che sono caratterizzati da maggiore immediatezza e accessibilità, consentendo all'investitore di ricevere le informazioni rilevanti in maniera immediata e in tempi brevi, tenuto anche conto delle tempistiche per l'esercizio del diritto di revoca in caso di pubblicazione di un supplemento.

Nelle more di tali approfondimenti<sup>2</sup> nonché della verifica delle iniziative adottate da altre Autorità sul punto, si propone di espungere la lettera d) dell'articolo 34-*quinquies*, comma 2, del Regolamento Emittenti in consultazione.

### **Art. 53 (Prospetto di ammissione alle negoziazioni)**

I commi secondo e terzo dell'art. 53 fanno riferimento, ai fini dell'approvazione del prospetto di ammissione, ai termini per l'approvazione del prospetto di offerta previsti dal precedente art. 8 del Regolamento. Si rinvia pertanto alle considerazioni già effettuate in sede di commento di tale articolo.

---

<sup>2</sup> Si segnala che il subparagrafo 2 dell'art. 23 (3) del Regolamento Prospetti è stato inserito in fase di trilogia e, pertanto, mai sottoposto ad un confronto con l'industria sulla sua fattibilità operativa.