

Parere del Comitato Operatori di Mercato e degli Investitori (“COMI”) in merito alle modifiche al Regolamento Emittenti per l’adeguamento 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

Considerazioni generali.

Prima di entrare nel dettaglio dell’articolato messo in consultazione da Consob con specifiche proposte di modifica o integrazione, si svolgono alcune considerazioni generali relative alla disciplina del prospetto di sollecitazione all’investimento o per l’ammissione alle negoziazioni che, pur non tutte riconducibili alle ipotizzate modifiche al Regolamento Emittenti, appaiono rilevanti tanto per la possibile evoluzione della disciplina in materia, quanto per le prassi applicative seguite.

Da più membri del COMI è stato sollevato il problema di regole, procedure e prassi che conducono alla redazione di prospetti di eccessiva lunghezza e complessità, spesso contenenti numerose informazioni non “*material*”, con conseguente aggravio di tempi e costi cui non necessariamente corrisponde un più incisivo livello di tutela dei consumatori. I prospetti italiani sono, infatti, tra i più lunghi e articolati in Europa (in particolare quelli riguardanti l’offerta di azioni). Tra i più lunghi in Europa sono anche le tempistiche di istruttoria per l’approvazione dei prospetti da parte della Consob. Tali caratteristiche, peraltro, non sono sempre funzionali a un’efficace tutela dell’investitore, e anzi spesso appaiono più strumentali alla limitazione delle responsabilità dei soggetti coinvolti e a favorire approcci formali e non sostanziali. È dunque diffuso l’auspicio a una semplificazione della materia, evitando fenomeni di *gold-plating* (come ad esempio potrebbe ritenersi la raccomandazione Consob n. 0096857/2016) e sfruttando i margini di flessibilità consentiti dalla disciplina europea per consentire, in un più ampio numero di casi, l’utilizzo di prospetti abbreviati e semplificati che si concentrino sulle informazioni di maggiore rilevanza per gli investitori (sul modello delle “*offering circulars*”). Sempre in questa prospettiva, si suggerisce anche una più ampia possibilità di includere informazioni *per relationem* (come consentito dall’art. 19 del Regolamento 2017/1129). Il criterio di materialità delle informazioni contenute nei prospetti dovrebbe, infine, avere maggiore rilievo.

D’altro lato, e coerentemente con questa prospettiva, si auspica che siano introdotte specifiche previsioni volte a imporre la redazione dei prospetti secondo un linguaggio “piano” d’immediata comprensione anche per gli investitori meno sofisticati, come da tempo previsto in alcuni altri ordinamenti. Quantomeno, si suggerisce che si sviluppi una prassi in questo senso, avallata e incentivata dall’Autorità di supervisione.

Si evidenzia che la prassi della Consob, forse indotta in questo senso anche da alcune posizioni giurisprudenziali, è di incidere fortemente sul contenuto dei prospetti, con richieste di integrazione e specificazione che spesso contribuiscono al gigantismo dei documenti resi pubblici, facendo lievitare i tempi e costi delle operazioni di sollecitazione o quotazione con limitati benefici in termini di protezione degli investitori. Gli stessi termini ordinari per l’approvazione dei prospetti previsti dalla

disciplina europea, relativamente brevi, suggeriscono che, nella prospettiva del legislatore europeo, l'attività di verifica demandata alle Autorità di supervisione dovrebbe essere sintetica e concentrata sui profili maggiormente rilevanti. Si segnalano, peraltro, dubbi sulla possibilità di estendere le ipotesi di pubblicazione di supplementi al prospetto in base alla disciplina europea.

In via generale si auspica, quindi, un approccio che limiti, in particolare, le duplicazioni di informazioni e miri a evitare il sovrapporsi di funzioni di controllo. Piuttosto, si dovrebbe consentire la verificabilità dell'operato dell'Autorità di controllo attraverso banche dati informatiche che diano contezza delle richieste di modifiche e informazioni supplementari fatte da Consob.

La durata spesso assai prolungata del procedimento di approvazione del prospetto, che si sostanzia in ripetuti scambi tra Autorità e soggetti coinvolti, andrebbe dunque ridotta, anche perché è essa stessa causa di costi legati all'esigenza di aggiornare le informazioni.

Ulteriore proposta è quella di istituire un *forum* Consob che, almeno annualmente, riunisca società di revisione, studi legali, rappresentanti degli emittenti, degli intermediari e dei consumatori per esaminare temi operativi attinenti i prospetti e vagliare regole e prassi applicative.

Specifiche proposte relative all'articolato del Regolamento Emittenti ("RE").

Art. 8 (e 53) RE: da più parti si propone di abrogare la norma al fine escludere qualsiasi discrezionalità della Consob in relazione al computo dei termini per l'approvazione dei prospetti, i quali decorrono improrogabilmente dalla data di presentazione degli stessi e non, quindi, da quella in cui l'autorità riterrà l'istanza completa, come previsto invece dall'art. 8, comma 1, della bozza di Regolamento in consultazione. In particolare, come disposto dall'art. 20 de. Regolamento 2017/1129, i termini generali per l'approvazione del prospetto possono essere interrotti, una sola volta, nel caso in cui l'autorità competente richieda un'integrazione delle informazioni in questo contenute. Dalla presentazione di tali integrazioni comincerà poi a decorrere un nuovo termine, non più differibile, di soli 10 giorni (5 nel caso di prospetti redatti da emittenti frequenti). Si segnala, peraltro, che i termini massimi previsti dal comma 5 dell'art. 8 in caso di richieste di modifiche o informazioni supplementari da parte di Consob, non previsti dalla disciplina europea, sono arbitrari e poco significativi atteso che l'Autorità può fissare flessibilmente la loro decorrenza. Ne consegue che termini tanto estesi paiono quasi una forma di deresponsabilizzazione circa la durata del procedimento di approvazione. Il paragrafo 5 del Regolamento 2017/1129 prevede, viceversa, che con provvedimento motivato, l'autorità rifiuti l'approvazione del prospetto nel caso in cui l'istante non possa o non voglia fornire al prospetto stesso le modifiche necessarie o fornire le informazioni supplementari richieste. Considerazioni analoghe valgono per l'art. 53 RE, norma speculare relativa ai prospetti di negoziazione;

Art. 12 RE: si propone – come permesso dalla disciplina europea – di consentire agli emittenti di redigere il prospetto in inglese quantomeno in caso di offerta rivolta esclusivamente a investitori istituzionali o di prospetto per il mero *listing*, fermo restando che la nota di sintesi sarebbe redatta comunque in italiano. Tale scelta eviterebbe peraltro duplicazioni di contenuti tra prospetto e *offering circular*;

Art. 34-quinquies, comma 2, lett. d) RE: si propone di chiarire con quali modalità gli intermediari dovrebbero adempiere all'obbligo, previsto dal Regolamento Prospetto, di contattare gli investitori il giorno della pubblicazione di un supplemento al prospetto, tenendo conto delle difficoltà tecniche che, anche per ragioni indipendenti dalla volontà di emittenti e altri soggetti obbligati, potrebbero rendere impossibile un adempimento in termini tanto ristretti (e in pendenza di chiarimento eliminare l'obbligo di indicare, nel modulo di adesione all'offerta, tali modalità);

All. 11, Tavole 3 e 5, RE: eliminare la seguente previsione: «in caso di emittente con sede legale in un paese non appartenente all'Unione Europea, l'attestazione rilasciata da un socio o da un amministratore di una società di revisione iscritta nell'Albo previsto dall'art. 161 del Testo Unico che risulti iscritto nel Registro dei revisori contabili istituito presso il Ministero della Giustizia che confermi che il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato, ove redatto, dell'emittente sono stati sottoposti a controllo contabile secondo principi equivalenti a quelli vigenti nell'Unione Europea» o, in subordine, aggiornare i rinvii normativi dopo l'istituzione presso il MEF del Registro dei revisori legali. Le modifiche sono giustificate dalla necessità di coordinamento con la disciplina europea.