

Spett.le
**CONSOB – Commissione Nazionale per le
Società e la Borsa**
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Marini, n. 3
00198 ROMA

Milano, 10 luglio 2019

**Oggetto: Osservazioni al documento di consultazione del 20 giugno 2019 intitolato
"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
negoiazione di titoli in un mercato regolamentato"**

Ringraziando per l'opportunità offerta, si desiderano sottoporre all'attenzione di Codesta
Spettabile Autorità le nostre osservazioni in ordine al documento di consultazione in oggetto
(il "**Documento di Consultazione**").

Per eventuali chiarimenti, si prega di contattare l'Avv. Gioacchino Foti (indirizzo email:
gioacchino.foti@cliffordchance.com; telefono: 02 80634335) o l'Avv. Francesco Napoli
(indirizzo email: francesco.napoli@cliffordchance.com; telefono: 02 80634249).

Distinti saluti,

**Studio Legale Associato
in Associazione con Clifford Chance**

*** ***** ***

1. Il Documento di Consultazione e il contesto comunitario di riferimento

Prima di svolgere talune considerazioni di dettaglio in relazione alle specifiche modifiche al Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (come modificato, il "**Regolamento Emittenti**") proposte da Codesta Spettabile Autorità all'interno del Documento di Consultazione, si ravvisa l'opportunità di fornire alcune osservazioni di carattere più generale in ordine alle tematiche trattate ed al contesto comunitario di riferimento.

Il Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 (il "**Regolamento Prospetto**") abroga la vigente direttiva 2003/71/CE (la "**Direttiva Prospetto**"), la quale, nonostante le modifiche intercorse nel tempo, sin dalla sua introduzione nel 2003 aveva innovato profondamente il mercato dei capitali dell'Unione Europea.

Sebbene il nuovo Regolamento Prospetto introduca un certo numero di novità rispetto alle disposizioni della previgente Direttiva Prospetto, l'impianto generale e i principali elementi strutturali della disciplina rimangono sostanzialmente i medesimi della Direttiva Prospetto. La principale novità apportata dal Regolamento Prospetto, in definitiva, consiste nell'utilizzo da parte del legislatore europeo di un diverso strumento legislativo rispetto alla disciplina previgente. Infatti, il regolamento europeo assicura una maggiore armonizzazione della normativa tra gli Stati membri dell'Unione Europea rispetto alla direttiva, in quanto il regolamento è direttamente applicabile nell'ordinamento nazionale degli Stati membri senza necessità di adozione di norme nazionali di recepimento.

L'obiettivo del legislatore europeo, come chiarito dai considerando dello stesso Regolamento Prospetto, è di assicurare che le disposizioni che impongono direttamente obblighi a carico dei soggetti coinvolti nell'offerta pubblica di titoli e nella loro ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato siano applicate in modo uniforme in tutta l'Unione Europea. Un quadro normativo sul prospetto comporta necessariamente misure che specifichino obblighi precisi in relazione a tutti i diversi aspetti del prospetto; divergenze anche minime nell'approccio adottato in relazione a uno di tali aspetti potrebbero comportare ostacoli significativi alle offerte transfrontaliere di titoli o alla quotazione nei mercati regolamentati di più paesi.

Sarebbe pertanto opportuno, a nostro avviso, coerentemente con la *ratio* sopra esposta, che il Regolamento Emittenti sia modificato al fine di ridurre, per quanto possibile, le potenziali interferenze con le disposizioni del Regolamento Prospetto, abrogando tutte le norme del Regolamento Emittenti che riguardino aspetti già compiutamente disciplinati dal detto regolamento. Le modifiche proposte all'interno del Documento di Consultazione da parte di Codesta Spettabile Autorità vanno già nella direzione di eliminare interferenze e ripetizioni rispetto al Regolamento Prospetto; tuttavia, riteniamo che rimangano alcune

singole disposizioni del Regolamento Emittenti che possano essere ulteriormente modificate in tal senso.

Per quanto concerne invece gli aspetti che non sono stati disciplinati dal Regolamento Prospetto, in cui vi è un margine di discrezionalità nell'adozione della normativa nazionale, riteniamo che le relative disposizioni del Regolamento Emittenti debbano essere informate ai seguenti principi.

Innanzitutto, non si dovrebbero imporre agli emittenti e agli offerenti obblighi e oneri che non siano previsti dal Regolamento Prospetto e che non siano coerenti con le finalità che lo stesso si prefigge (*i.e.* ridurre la complessità regolamentare e i costi a carico dei soggetti coinvolti nell'offerta di titoli o nella loro ammissione a negoziazione in un mercato regolamentato).

In secondo luogo, occorre assicurare che gli emittenti e gli offerenti che scelgono di svolgere un'offerta di titoli in Italia si trovino su un "*level playing field*" rispetto agli emittenti ed offerenti che decidono di effettuare l'offerta in altri Stati membri. Pertanto, la normativa nazionale dovrebbe, ove non si ravvisino esigenze specifiche di tutela degli investitori, uniformarsi per quanto possibile alle normative e alle prassi degli altri Stati membri, coerentemente con l'obiettivo di creare una vera e propria unione dei mercati dei capitali, riducendo al minimo le misure divergenti a livello nazionale.

Infine, riteniamo auspicabile un aggiornamento di taluni aspetti procedurali e formali dell'*iter* di approvazione di un prospetto informativo disciplinati all'interno del Regolamento Emittenti, al fine di assicurare una maggiore trasparenza e speditezza della procedura di approvazione.

2. La domanda di approvazione

2.1. Data del deposito e completezza della domanda

Con riferimento alle proposte di modifica dell'articolo 8 del Regolamento Emittenti relativo all'approvazione del prospetto e del supplemento, riteniamo che il mantenimento dei primi due paragrafi del comma 1 non sia condivisibile. A nostro avviso, si tratterebbe di una duplicazione rispetto a quanto già espressamente previsto dal Regolamento Prospetto all'articolo 20, paragrafo 2 e paragrafo 4, con il rischio così di una sovrapposizione rispetto alla disposizione del detto regolamento o di difformità rispetto allo stesso.

Il Documento di Consultazione precisa che il mantenimento del comma 1 è funzionale all'individuazione della data da cui decorrono i termini per l'approvazione del prospetto. Tuttavia, l'articolo 20, paragrafo 2 del Regolamento Prospetto già prevede

chiaramente che *"l'autorità competente comunica [...] la sua decisione relativa all'approvazione del prospetto entro dieci giorni lavorativi dalla presentazione del progetto di prospetto"*, non disponendo in alcun modo una incompletezza derivante da carenze della domanda di approvazione. Il legislatore comunitario si è già premurato di regolare le fattispecie in cui l'autorità non disponga delle informazioni sufficienti per approvare il prospetto, prevedendo il potere dell'autorità competente di richiedere di modificare la bozza di prospetto o fornire informazioni supplementari; in tal caso, *"il termine di cui al primo comma del paragrafo 2 si applica solo a partire dalla data in cui un progetto rivisto di prospetto o le informazioni supplementari richieste sono trasmessi all'autorità competente"* (articolo 20, paragrafo 4, ultimo comma del Regolamento Prospetto).

Non si ravvisa pertanto la necessità di precisare la data da cui comincia il decorso del termine per l'approvazione del prospetto all'interno dell'articolo 8 del Regolamento Emittenti; tali ulteriori disposizioni appaiono contrastanti con il dettato del Regolamento Prospetto per le seguenti ragioni.

Il primo paragrafo del comma 1, articolo 8 del Regolamento Emittenti prevede che la domanda di approvazione prende data dal giorno in cui la stessa perviene alla Consob *"se completa"*. Pertanto, nell'ipotesi in cui la domanda di approvazione depositata dall'emittente o dall'offerente non fosse considerata completa da Codesta Spettabile Autorità, il termine dei dieci giorni lavorativi decorrerebbe solo dalla data successiva in cui l'emittente o l'offerente depositino la domanda di approvazione integrata, secondo le indicazioni di Codesta Spettabile Autorità affinché possa essere considerata *"completa"*.

Il Regolamento Emittenti prevede dunque un requisito di *"completezza"* della domanda di approvazione, senza tuttavia precisare in maniera dettagliata le fattispecie in cui possa essere rilevata l'incompletezza. Tale approccio lascia all'Autorità un ampio margine di discrezionalità, che compromette la certezza e la trasparenza della procedura di approvazione del prospetto.

Inoltre, la previsione di un requisito di *"completezza"* sarebbe contrastante con quanto disposto dal Regolamento Prospetto, il quale prevede che il termine per l'approvazione decorra dalla data di presentazione del progetto di prospetto e non vi è alcun riferimento né alla domanda di approvazione né agli ulteriori documenti accessori previsti dall'articolo 42 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980 della Commissione del 14 marzo 2019 (il **"Regolamento Delegato"**). Nell'ottica del legislatore comunitario, il procedimento di approvazione non può non essere aperto a seguito del

deposito della bozza di prospetto da parte dell'emittente o dell'offerente, a prescindere da eventuali carenze informative.

Come detto, il Regolamento Prospetto già prevede che, qualora la bozza di prospetto non risponda ai criteri di completezza, comprensibilità e coerenza necessari per la sua approvazione e/o siano necessarie modifiche o informazioni supplementari, tali carenze possano essere rilevate dall'autorità competente e, conseguentemente, il termine per l'approvazione decorrerebbe solamente dalla data in cui la bozza rivista o le informazioni supplementari siano fornite all'autorità. Tale previsione è di per sé sufficiente a garantire che l'autorità competente possa avere il tempo e gli elementi sufficienti per la revisione e l'approvazione finale della bozza di prospetto. Eventuali ulteriori requisiti non previsti dalla normativa europea dovrebbero essere eliminati. D'altra parte, lo stesso Regolamento Prospetto dispone che il decorso di tale termine senza che sia stata adottata una decisione di approvazione o di diniego non costituisce approvazione della domanda.

Alla luce di quanto sopra, proporremmo di eliminare i primi due paragrafi del comma 1 dell'articolo 8 del Regolamento Emittenti.

2.2. *Mutamento sostanziale dell'operazione*

Tra le modifiche proposte all'interno del Documento di Consultazione, vi è l'introduzione di un articolo 1-*bis* all'articolo 8 del Regolamento Emittenti. Tale comma dispone 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 domanda.

Non si rinviene all'interno del Regolamento Prospetto alcuna disposizione simile a quella proposta né alcun principio generale cui possa essere ispirata. Tale disposizione sembra essere un *unicum* della normativa italiana. Ciò appare contrario rispetto agli obiettivi che il Regolamento Prospetto si prefigge, quando prevede al proprio interno la disciplina della procedura di approvazione del prospetto e dei criteri per il controllo del prospetto. A tal riguardo si rammenta che il considerando 60 chiarisce che il Regolamento Prospetto dovrebbe eliminare le differenze tra gli approcci seguiti dalle autorità competenti degli Stati membri nel controllo e nell'approvazione del prospetto. Tale difformità sarebbe un ostacolo alla creazione di un "*level playing field*" a tutela degli emittenti e offerenti che svolgono un'offerta in Italia.

Inoltre, la disposizione in oggetto si potrebbe prestare a non poche difficoltà di interpretazione. Non appare chiaro quale tipologia di nuove informazioni possa essere

tale da comportare un mutamento sostanziale dell'operazione rispetto a quella prevista originariamente. Se può sembrare chiaro che può essere considerato un mutamento sostanziale la modifica della tipologia dei titoli da offrirsi o dell'emittente dei titoli, meno chiaro è se tale mutamento sostanziale si possa configurare anche nel caso in cui vi sia una modifica rilevante delle caratteristiche di titoli della stessa tipologia di quelli originariamente previsti. Particolarmente problematica, a nostro avviso, sarebbe l'interpretazione di questa disposizione con riferimento ai prospetti di base, i quali per loro stessa natura possono prevedere una varietà di tipologie di titoli e di operazioni.

In considerazione di quanto suesposto, si propone di non inserire il proposto comma 1-*bis* all'articolo 8 del Regolamento Emittenti.

3. I termini della procedura di approvazione

3.1. Considerazioni generali

Come evidenziato dal Documento di Consultazione, il Regolamento Prospetto non specifica termini entro cui l'emittente è obbligato a rispondere all'autorità competente a seguito di una richiesta di modifica della bozza di prospetto o di integrazione di informazioni supplementari, limitandosi a prevedere la facoltà in capo alle autorità competenti di rifiutare l'approvazione del prospetto e di porre un termine al processo di riesame. Pertanto, questo aspetto della disciplina rientrerebbe nell'ambito della discrezionalità di ciascun ordinamento nazionale e di ciascuna autorità competente.

Codesta Spettabile Autorità propone di mantenere la previsione di termini massimi di risposta, al fine di accelerare le tempistiche di conclusione dell'istruttoria, spronando l'emittente a rispondere tempestivamente alle richieste di integrazioni, anche in considerazione del fatto che i tempi di risposta degli emittenti risultano essere tra le cause principali dei ritardi nell'approvazione dei prospetti.

Tale impostazione si manterrebbe nel solco della disciplina attualmente vigente nel Regolamento Emittenti, la quale non pare agli scriventi aver sollevato in passato particolari problematiche per gli emittenti in passato. Pertanto, si concorda con l'opportunità di mantenere la previsione di termini di risposta da parte dell'emittente.

Sotto analogo profilo, Codesta Spettabile Autorità propone di mantenere la previsione di un termine massimo della procedura, oltre il quale non si possono più formulare richieste di integrazione del prospetto, ma si deve procedere all'approvazione o al diniego. Tale limite temporale è finalizzato ad assicurare la celerità della procedura, nonché una maggiore prevedibilità delle tempistiche da parte dell'emittente o offerente.

Pertanto, si ritiene che anche il mantenimento dei termini massimi della procedura sia condivisibile.

Si rileva, inoltre, che i termini (sia per l'invio di informazioni supplementari, sia massimi di durata del procedimento), così come rivisti a seguito delle modifiche proposte all'interno del Documento di Consultazione, sembrano congrui e proporzionati ai termini previsti dal Regolamento Prospetto in relazione alle diverse tipologie di titoli per l'approvazione del prospetto da parte dell'autorità competente.

Tuttavia, si ritiene che questa potrebbe essere la sede per apportare alcuni aggiornamenti alla disciplina della procedura di approvazione all'interno del Regolamento Emittenti, nell'ottica di ottimizzare taluni aspetti della procedura.

3.2. Peculiarità delle operazioni relative a titoli "wholesale"

Nell'ottica di assicurare un approccio proporzionato nel controllo dei prospetti in base alla situazione dell'emittente e dell'emissione, coerentemente con gli obiettivi del Regolamento Prospetto, si propone di adottare dei termini ridotti per la procedura di approvazione del prospetto relativo all'ammissione a negoziazione in un mercato regolamentato di titoli diversi dai titoli di capitale che: a) devono essere negoziati esclusivamente in un mercato regolamentato, o un suo segmento specifico, a cui solo gli investitori qualificati possano avere accesso al fine di negoziare tali titoli; oppure b) hanno valore nominale unitario di almeno 100.000 euro (congiuntamente, i "**Titoli Wholesale**").

Il Regolamento Prospetto accorda a tale tipologia di titoli un trattamento semplificato, in considerazione del fatto che si tratterebbe di titoli che potrebbero essere sottoscritti o acquistati solamente da investitori istituzionali, la cui esperienza e sofisticatezza siano tali da attenuare l'esigenza di tutela rispetto agli investitori al dettaglio. L'obiettivo di questo trattamento semplificato è, come chiarito dal Considerando 21 del Regolamento Prospetto, garantire il corretto funzionamento del mercato all'ingrosso di titoli diversi dai titoli di capitale e aumentare la liquidità dello stesso. Pertanto, il Regolamento Prospetto prevede obblighi di informazione minima meno onerosi rispetto a quelli applicabili ai titoli diversi dai titoli di capitale offerti agli investitori al dettaglio (articolo 13, paragrafo 1, terzo comma del Regolamento Prospetto), assenza dell'obbligo di includere una nota di sintesi nel prospetto (articolo 7, paragrafo 1 del Regolamento Prospetto) e requisiti linguistici più flessibili (articolo 27, paragrafo 5 del Regolamento Prospetto).

Si rileva che le operazioni relative all'offerta o ammissione a negoziazione di Titoli *Wholesale* presentano alcune caratteristiche che le distinguono rispetto alle offerte

destinate agli investitori al dettaglio e che sono dettate dalle diverse esigenze del mercato internazionale degli investitori istituzionali. Tali caratteristiche si riflettono nelle seguenti esigenze particolari in relazione alla procedura di approvazione del prospetto per quegli emittenti e offerenti che si rivolgono agli investitori istituzionali: prevedibilità delle tempistiche per l'approvazione del prospetto (in particolare della data di approvazione dello stesso), ridotta durata dell'istruttoria di approvazione del prospetto e utilizzo della lingua inglese nella redazione del prospetto. È per tali motivi che si è registrata la prassi per cui molti emittenti hanno scelto di richiedere l'ammissione a negoziazione dei propri titoli destinati agli investitori istituzionali sui mercati regolamentati di alcuni Stati membri che assicurano tempi più celeri nell'approvazione.

Al fine di assicurare un "*level playing field*" per gli emittenti e offerenti di Titoli *Wholesale* che richiedono l'ammissione a negoziazione ai mercati regolamentati italiani, nonché per favorire il più volte auspicato (anche da Codesta Spettabile Autorità) sviluppo del mercato finanziario italiano, ci permettiamo di suggerire alcune modifiche alle procedure di approvazione, nell'ottica di garantire un allineamento rispetto alle migliori prassi internazionali. Si propone quindi di introdurre le seguenti modifiche, secondo quanto meglio dettagliato nel seguito: (i) riduzione dei termini per la procedura di approvazione di un prospetto relativo a Titoli *Wholesale*; e (ii) modifica delle procedure interne sull'istruttoria, al fine di rendere più prevedibile e flessibile la data di approvazione del prospetto.

Per quanto concerne il regime linguistico, il Regolamento Prospetto già prevede che i prospetti di ammissione di Titoli *Wholesale* possano essere redatti in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, a scelta dell'emittente, dell'offerente o del soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato. Pertanto, ai sensi del Regolamento Prospetto, è già possibile che un prospetto relativo a Titoli *Wholesale* approvato da Codesta Spettabile Autorità possa essere predisposto in lingua inglese, senza necessità di ulteriori previsioni all'interno del Regolamento Emittenti.

3.3. *Termini ridotti per Titoli Wholesale*

Una prima previsione che si propone di introdurre in relazione ai Titoli *Wholesale* è la riduzione dei termini per l'approvazione del relativo prospetto di ammissione. Ciò consentirebbe all'emittente o offerente la possibilità di prevedere con maggiore certezza la durata del procedimento e di comprimerne le tempistiche, in modo da consentire agli emittenti di cogliere più facilmente le opportunità di mercato. Si propone di ridurre non solo il termine per rispondere alle richieste di informazioni

supplementari e il termine massimo di durata del procedimento, ma anche il termine per l'approvazione del prospetto da parte dell'autorità competente.

Infatti, tenuto conto del fatto che il prospetto relativo ai Titoli *Wholesale* ha una struttura semplificata rispetto ad un prospetto relativo a titoli destinati agli investitori al dettaglio o relativo a titoli di capitale e che non è prevista la nota di sintesi, il tempo necessario per la predisposizione e la revisione del prospetto potrebbe essere più ridotto. La compressione dei termini per la revisione del prospetto da parte dell'autorità competente e per la risposta da parte dell'emittente o offerente non pregiudicherebbe la possibilità per l'autorità competente di rivedere con la dovuta attenzione e accuratezza la bozza di prospetto. Si rammenta che, in ogni caso, lo stesso Regolamento Prospetto dispone che il decorso di tale termine, senza che sia stata adottata una decisione di approvazione o di diniego, non costituisce approvazione della domanda e si potrebbe applicare il medesimo principio per il termine ridotto per i Titoli *Wholesale*.

Alla luce di quanto sopra esposto, si propone di introdurre termini ridotti in relazione all'approvazione di un prospetto di ammissione a negoziazione su un mercato regolamentato di Titoli *Wholesale*, che si ipotizza nel seguente modo:

- un termine di 5 giorni lavorativi per l'approvazione del prospetto da parte dell'autorità competente;
- un termine di 5 giorni lavorativi per l'invio di una bozza rivista di prospetto o di informazioni supplementari da parte dell'emittente a seguito di richiesta dell'autorità competente;
- un termine di 20 giorni lavorativi per la durata massima del procedimento di approvazione.

3.4. Allineamento dell'iter istruttorio alla miglior prassi internazionale

Il Regolamento Prospetto prevede che l'autorità competente comunichi la sua decisione relativa all'approvazione del prospetto entro dieci giorni lavorativi dalla presentazione del progetto di prospetto o, nel caso di richiesta di integrazione, dalla data in cui un progetto rivisto di prospetto o le informazioni supplementari richieste sono trasmessi all'autorità competente.

Si rileva tuttavia che, nella prassi di Codesta Spettabile Autorità, si richiede solitamente agli emittenti e agli offerenti di depositare la versione finale del prospetto che recepisce tutte le richieste di integrazione e modifica formulate dall'Autorità entro

un giorno specifico della settimana precedente a quella prevista per l'approvazione, con conseguente allungamento dell'*iter* istruttorio.

A tal riguardo, si segnala che le autorità competenti di altri Stati membri prevedono una maggiore flessibilità in relazione alla data di approvazione, tanto che in taluni casi l'approvazione avviene il giorno stesso in cui la bozza finale del prospetto viene depositata presso l'autorità.

Pertanto, si propone di modificare la prassi e/o i regolamenti interni di Codesta Spettabile Autorità (ed, eventualmente, di rifletterli nel Regolamento Emittenti), al fine di assicurare un minore scarto temporale tra il momento in cui il prospetto finale viene trasmesso a Codesta Spettabile Autorità e la data di approvazione. Tale modifica potrebbe riguardare tutti i procedimenti istruttori di approvazione o, almeno, quelli relativi a Titoli *Wholesale*.

3.5. Termini per l'approvazione del supplemento

In relazione ai termini della procedura di approvazione, si intende ora affrontare anche la disciplina dei termini di approvazione del supplemento. Il Regolamento Prospetto ha ridotto il termine per l'approvazione del supplemento da 7 giorni lavorativi a 5 giorni lavorativi.

In considerazione del termine più ridotto per l'approvazione del supplemento previsto dal legislatore comunitario, si propone di introdurre anche per l'approvazione del supplemento una disciplina *ad hoc* che preveda un termine per rispondere alle richieste di informazioni supplementari e un termine massimo di durata del procedimento; tali termini dovrebbero essere ovviamente più ridotti rispetto a quanto previsto in materia di approvazione del prospetto.

Ciò avrebbe lo scopo di ridurre per quanto possibile la durata della procedura di approvazione del medesimo, in considerazione della natura e della funzionalità del supplemento, nonché del relativo diritto di revoca.

Come noto, la funzione del supplemento consiste nell'integrare le informazioni contenute nel prospetto già approvato quando un fatto nuovo significativo, un errore o un'imprecisione rilevanti che possano influire sulla valutazione dei titoli sopravvengano o siano rilevati tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui si chiude il periodo di offerta o, qualora successivo, il momento di inizio della negoziazione in un mercato regolamentato. Funzionale alla disciplina del supplemento è che lo stesso venga approvato in maniera tempestiva, perché solo in questo modo

l'investitore può avere il tempo necessario per effettuare una valutazione sull'investimento sulla base di tutte le informazioni rilevanti.

Non è un caso che il Regolamento Prospetto introduca un elemento temporale non presente nella formulazione dell'articolo 16 della Direttiva Prospetto, a sottolineare l'importanza della pubblicazione tempestiva del supplemento; il nuovo articolo 23 del Regolamento Prospetto stabilisce che *"il fatto nuovo significativo, errore o imprecisione rilevanti [...] è menzionato senza indebito ritardo in un supplemento"*.

Una maggiore celerità nell'approvazione del supplemento permetterebbe anche di ridurre le conseguenze negative derivanti dall'interpretazione adottata recentemente da Codesta Spettabile Autorità in relazione all'ambito temporale di applicazione del diritto di revoca. Come noto, secondo Codesta Spettabile Autorità, tale diritto dovrebbe essere riconosciuto non solo in relazione alle offerte per le quali il periodo di offerta fosse in corso alla data di pubblicazione del supplemento, ma anche in relazione alle offerte (chiuse prima della pubblicazione del supplemento) che risultavano in corso o che sono state avviate successivamente alla data dell'evento che ha determinato la predisposizione del supplemento.

Qualora la durata del procedimento di approvazione del supplemento sia particolarmente lunga, il periodo intercorrente tra la data in cui il fatto nuovo significativo, l'errore o l'imprecisione rilevante siano emersi o siano stati rilevati e la data di pubblicazione del supplemento sarebbe molto lungo, con la conseguenza che il numero di offerte (in particolare, nel caso di prospetti di base) e di investitori cui si applicherebbe il diritto di revoca sarebbe potenzialmente molto elevato.

Inoltre, nel caso in cui l'offerta si fosse già conclusa, da un punto di vista operativo ciò avrebbe come conseguenza che non potrebbe procedersi ad un mero storno della sottoscrizione di titoli ancora da emettersi (come per il caso di offerte in corso alla data di pubblicazione del supplemento), ma si renderebbe necessario un riacquisto da parte dell'emittente, al prezzo di emissione, di diversi titoli già emessi, detenuti dagli investitori che avessero esercitato il recesso. Ciò comporterebbe un particolare aggravio in termini operativi per gli emittenti e offerenti e darebbe adito a comportamenti opportunistici da parte degli investitori nel richiedere la revoca qualora si sia riscontrato un andamento di mercato poco favorevole dei relativi titoli.

Alla luce di quanto sopra esposto, si propone di introdurre i seguenti termini ridotti in relazione all'approvazione di un supplemento:

- un termine di 5 giorni lavorativi per l'invio di una bozza rivista di supplemento o di informazioni supplementari da parte dell'emittente a seguito di richiesta dell'autorità competente;
- un termine di 10 giorni lavorativi per la durata massima del procedimento di approvazione del supplemento.

Inoltre, si auspica una revisione da parte di Codesta Spettabile Autorità della prassi in materia di diritto di revoca, maggiormente in linea con quella adottata in tutti gli Stati membri.

4. Il regime linguistico del prospetto

L'articolo 12 del Regolamento Emittenti relativo al regime linguistico del prospetto, così come si propone di modificarlo all'interno del Documento di Consultazione, mantiene alcune delle previsioni relative al regime linguistico applicabile alle offerte di titoli. Tuttavia, come correttamente indicato dal commento stesso all'articolo in oggetto nel Documento di Consultazione, tale istituto risulta già compiutamente disciplinato dall'articolo 27 del Regolamento Prospetto.

Pertanto, non si ravvede la necessità di mantenere le previsioni relative alle offerte di titoli, in particolare i commi 2, 3, 4 e 5, i quali dovrebbero dunque essere abrogati. È opportuno mantenere, invece, il comma 1 dell'articolo 12, in quanto disciplina il regime linguistico delle offerte di strumenti finanziari diversi dai titoli, non coperte dall'ambito di applicazione del Regolamento Prospetto.

5. Le modifiche agli allegati del Regolamento Emittenti

5.1. Considerazioni generali

Si accoglie con favore l'introduzione di una modalità di avvio del procedimento di approvazione del prospetto integralmente informatizzata e guidata, nell'ottica di una sempre maggiore semplificazione delle procedure. Anche se le apposite istruzioni saranno predisposte in un momento successivo da Codesta Spettabile Autorità, si segnala sin d'ora che sarebbe opportuno prevedere che la procedura informatizzata possa essere effettuata anche con l'uso della lingua inglese, al fine di facilitarne l'accesso e l'utilizzo anche da parte di soggetti non italiani, così come previsto già oggi da parte delle autorità competenti di altri Stati membri.

Per quanto concerne gli allegati al Regolamento Emittenti contenenti gli schemi di domanda di approvazione, si condivide la necessità di una loro revisione alla luce delle modifiche apportate dal Regolamento Prospetto e nell'ottica di una maggiore

semplificazione di tali schemi. A tal fine, proporremo di apportare ulteriori modifiche in aggiunta a quelle già proposte nel Documento di Consultazione.

Innanzitutto, come considerazione di tipo generale, si propone di valutare la predisposizione di veri e propri moduli di domanda di approvazione, in luogo (o in aggiunta) agli schemi attualmente previsti negli allegati del Regolamento Emittenti. La previsione di moduli di domanda di approvazione renderebbe più semplice la compilazione da parte degli emittenti o offerenti, ridurrebbe il rischio di errori o omissioni nella predisposizione delle domanda di offerta e sarebbe in linea con la prassi delle autorità competenti di altri Stati membri (ad esempio, del Lussemburgo). L'utilizzo di moduli consentirebbe comunque di coprire tutte le tipologie di domanda di approvazione, in quanto sarebbe sufficiente prevedere diversi moduli per ogni tipologia di domanda ovvero l'utilizzo di menu a tendina all'interno nel modulo stesso per la selezione di più opzioni.

Anche per quanto riguarda la modulistica relativa alla domanda di approvazione da inviarsi senza l'utilizzo della procedura informatizzata, si propone di valutare la previsione di moduli in lingua inglese oltre che in lingua italiana, al fine di facilitarne l'utilizzo e la compilazione da parte di soggetti non italiani.

5.2. Modifiche puntuali agli allegati

- Allegato 1A, Parte 1, Punto A): con riferimento al paragrafo d-ter), si propone di prevedere la possibilità che, nel caso in cui la presentazione della domanda di ammissione al relativo mercato regolamentato sia successiva al deposito della domanda di approvazione, l'emittente possa impegnarsi a fornire indicazione della data a Codesta Spettabile Autorità successivamente all'effettiva presentazione di tale domanda.
- Allegato 1A, Parte 1, Punto B): si propone l'eliminazione del paragrafo d) relativo alla sintetica descrizione dell'emittente, così come è stato eliminato il paragrafo d) del Punto A), in quanto tale descrizione è già contenuta all'interno del documento di registrazione.
- Allegato II: si propone di eliminare le Tavole da 1 a 8 dell'Allegato in oggetto che prevedono la documentazione da allegare alla domanda di approvazione, in quanto la documentazione da inviare all'autorità competente congiuntamente alla bozza di prospetto è già prevista dettagliatamente all'articolo 42 del Regolamento Delegato (pertanto l'indicazione in tali Tavole è superfluo) e non si ravvisa l'utilità di prevedere documenti ulteriori a quelli ivi previsti.

In particolare, si ritiene che le dichiarazioni e la documentazione da fornire da parte di emittenti esteri (quale ad esempio il parere legale) possano essere particolarmente complesse e onerose. D'altra parte, la normativa comunitaria non ha previsto un controllo sull'equivalenza degli obblighi informativi, sulla costituzione dell'emittente e le altre previste nelle attuali Tavole da parte delle autorità competenti, le quali devono solamente verificare i requisiti e la documentazione espressamente menzionati dal Regolamento Prospetto e dal Regolamento Delegato.

Sebbene l'articolo 42 del Regolamento Delegato preveda che sia presentata all'autorità competente *"ogni altra informazione richiesta dall'autorità competente ai fini del controllo e dell'approvazione del prospetto o del controllo, del riesame e dell'approvazione del documento di registrazione universale"*, non si ravvisa alcuna utilità o funzionalità della documentazione prevista dalle Tavole *"ai fini del controllo e dell'approvazione del prospetto"*.

Infine, non si è a conoscenza di richieste di documentazione di questa tipologia da parte di autorità competenti di altri Stati membri. Pertanto, nell'ottica di semplificazione della procedura e di assicurare un *"level playing field"* rispetto agli emittenti e offerenti che si rivolgono ad altri Stati membri, riteniamo che quanto meno la previsione degli allegati relativi agli emittenti esteri debba essere abrogata.

6. Applicazione pratica dell'articolo 41 del Regolamento Delegato

Come noto, l'articolo 41 del Regolamento Delegato prevede che *"se la prima bozza di prospetto presentata all'autorità competente è sostanzialmente simile a un prospetto già approvato dalla medesima autorità competente e detta bozza di prospetto evidenzia tutte le modifiche rispetto al prospetto approvato, l'autorità competente è tenuta ad applicare i criteri di cui agli articoli 36, 37 e 38 solamente ai fini del controllo delle modifiche e di ogni altra informazione sulla quale hanno un'incidenza"*.

Tale disciplina è volta a prevedere un *iter* autorizzativo semplificato, e con uno scrutinio limitato da parte dell'autorità competente ad approvare il prospetto, nell'ipotesi di presentazione di prospetto similari ad altri già approvati. Si ritiene auspicabile che, nell'applicazione pratica di tale previsione, si crei una diffusa prassi che consenta agli operatori di avvalersi di tale principio ogniqualvolta un prospetto sia presentato per il rinnovo annuale (eventualmente anche con leggere modifiche rispetto a quello approvato l'anno precedente), ovvero nel caso in cui sia presentato un prospetto simile per tipologia di prodotto ad uno già approvato (eventualmente anche da un diverso emittente).