

Milano, 10 luglio 2019

Spettabile  
CONSOB  
Divisione Strategie Regolamentari  
Via G.B. Martini, n. 3  
00198 ROMA

**Oggetto:** Osservazioni al documento di consultazione 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" del 20 giugno 2019

SOCI

Silvio Riolo  
Paolo Calderaro  
Michele Crisostomo  
Alberto Del Din

Marcello Maienza  
Guido Masini  
Pasquale Cardellicchio

Stefano Agnoli  
Gennaro Arcucci  
Antonio Azzarà  
Morena Bontorin  
Nicola Caielli  
Tommaso Canepa  
Camilla Giovannini  
Elio Indelicato  
Federico Morelli  
Veronica Vitiello

Spettabile Autorità,

il nostro Studio intende anzitutto ringraziare per l'opportunità di poter presentare le proprie osservazioni al documento di consultazione che contiene talune proposte di modifica del regolamento emittenti, di cui alla delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche (il "Regolamento Emittenti") al fine di conformare la disciplina nazionale di secondo livello al Regolamento (UE) 2017/1129 del 14 giugno 2017 (il "Regolamento Prospetti"), pubblicato in data 20 giugno 2019 (il "Documento di Consultazione").

Accogliendo con favore l'iniziativa di instaurare un virtuoso confronto pubblico tra codesta spettabile Autorità e gli operatori di mercato, riportiamo di seguito taluni commenti e osservazioni al Documento di Consultazione, con l'intento di contribuire positivamente allo sviluppo di una normativa nazionale secondaria conforme alla *ratio* di massima armonizzazione perseguita dal legislatore comunitario con il ricorso allo strumento del regolamento comunitario.

Restiamo a disposizione per ogni ulteriore chiarimento o approfondimento dovesse rendersi necessario.

Con osservanza,

Studio Legale RCCD



Osservazioni al Documento di Consultazione

1. Considerazioni di ordine generale

Semplificazione del quadro normativo vigente

Si coglie l'occasione della presente Consultazione *in primis* per esprimere il nostro apprezzamento per l'importante opera di semplificazione e snellimento della normativa nazionale secondaria svolto da codesta Autorità, la quale, sfruttando l'opportunità offerta dal legislatore comunitario che ha fatto ricorso alla fonte del "regolamento", direttamente ed immediatamente applicabile in ciascuno Stato membro, ha provveduto ad una sistematica opera di revisione dell'articolato dell'attuale Regolamento Emittenti e di eliminazione delle disposizioni già contenute nel Regolamento Prospetti.

Nel prosieguo, lo scrivente studio legale intende sottoporre al vaglio dell'Autorità alcune ulteriori osservazioni con l'intento di permettere una completa adesione del diritto nazionale al diritto comunitario in materia.

Entrata in vigore del nuovo Regolamento Emittenti

In tale ottica, assumiamo che le modifiche al Regolamento Emittenti che saranno deliberate dalla Commissione ad esito del processo di consultazione, anche qualora fossero approntate in tempo utile, non potranno in ogni caso precedere l'entrata in vigore della c.d. legge di delegazione europea, essendo tale norma, una volta promulgata, la fonte di diritto primario idonea a modificare la norma primaria rappresentata dal Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modifiche ("TUF"), del quale il Regolamento Emittenti venturo costituirà attuazione. Anche in tale ipotesi l'avvenuta definizione delle modifiche al Regolamento Emittenti permetterà in ogni caso di avere un quadro normativo completo ed armonizzato in tempi rapidi.

Considerazioni generali sul goldplating

Si apprezza innanzitutto la volontà dell'Autorità di proporre alcuni interventi che, pur non direttamente riscontrabili nel Regolamento Prospetti, mostrano la genuina volontà di colmare quelle che con ogni probabilità si possono ritenere delle lacune nella normativa comunitaria.

È il caso, ad esempio, del nuovo articolo 34-*novies*, comma 2 il quale dispone espressamente che anche per i titoli gli annunci pubblicitari - *rectius*: la "pubblicità", così da poter sfruttare la definizione che per i titoli viene offerta dall'articolo 2, lettera k) del Regolamento Prospetti - che riportino risultati di statistiche, di studi o elaborazioni di dati, ne indichino le fonti, norma che ci pare espressione di un principio di civiltà giuridica non rinunciabile e che condividiamo. Analogamente, la previsione di cui agli articoli 4, comma 1 e 63 comma 1 che introduce una ulteriore modalità informatica, da definirsi con apposite istruzioni, tramite la quale redigere la domanda di approvazione rende ancora più agevole per gli emittenti presentare una domanda di approvazione con mezzi snelli e più semplici e minori costi.

Tali interventi integrativi della normativa comunitaria paiono del tutto condivisibili.

Tuttavia, in altri casi su cui ci si soffermerà nel prosieguo, riteniamo che sia più opportuno mantenere inalterata la disciplina di certi istituti contenuta nel Regolamento Prospetti, anche al fine di permettere agli emittenti italiani di competere su un piano di parità normativa con gli altri emittenti comunitari.

## 2. Considerazioni specifiche sull'articolato proposto

### Articolo 8 (Approvazione del prospetto e del supplemento)

Con riferimento alla procedura di approvazione dei prospetti e dei supplementi, all'articolo 8, comma 4-bis (assumiamo che in sede di riscrittura del Regolamento Emittenti e conseguente rinumerazione dei commi sarà limitato - se non evitato del tutto - il ricorso ai *bis* e ai *ter* a favore di una numerazione naturale) si introduce l'obbligo in capo all'emittente di rispondere alle richieste dell'Autorità entro 10 giorni lavorativi, a pena di decadenza. A sostegno di tale previsione, non contenuta nel Regolamento Prospetti, la Commissione cita il documento ESMA "Peer review On Prospectus Approval Process" (ESMA/2016/1055) del 30 giugno 2016. Tuttavia, proprio tale documento sembrerebbe dimostrare la non opportunità di tale *goldplating*, laddove si voglia considerare che, essendo il documento del 30 giugno 2016, esso era sicuramente già noto al legislatore comunitario al momento della estensione dell'articolo 20 del Regolamento Prospetti, a riprova della volontà consapevole del legislatore comunitario di non prevedere alcun termine né perentorio (quale quello che propone l'Autorità a pena di decadenza), né anche solo ordinario. Parimenti si può assumere che anche la norma del Regolamento Emittenti ad oggi vigente fosse probabilmente già nota al legislatore comunitario, ma da questi non raccolta.

Si richiede quindi di eliminare entrambi gli aspetti del comma 4-bis succitati che non paiono in linea con il dettato comunitario, vale a dire sia la previsione di un termine entro il quale l'emittente debba rispondere alle richieste istruttorie dell'Autorità che la previsione di una ipotesi di decadenza, in caso di mancato rispetto di tale termine.

In particolare, comminare la decadenza da un procedimento istruttorio è una sanzione endoprocedimentale particolarmente grave che, per essere introdotto nell'ordinamento nazionale, dovrebbe essere senz'altro già prevista dal legislatore comunitario, in casi sussidiari e residuali, nei quali la gravità dei fatti occorsi possa giustificare una sanzione di tale portata e, soprattutto, la possa giustificare per tutti gli emittenti comunitari che si trovino in condizioni analoghe, e non soltanto per gli emittenti italiani.

Similari sono gli argomenti a supporto della richiesta di eliminazione della norma di cui al nuovo comma 1-bis che equipara il deposito di una "bozza di prospetto contenente nuove informazioni tali da determinare un mutamento sostanziale dell'operazione" ad una nuova domanda di approvazione, facendo decorrere un nuovo termine da tale deposito.

Tale proposta presta il fianco ad un duplice ordine di critiche. Se da un lato, costituisce un caso di *goldplating* che, non essendo presente nel Regolamento Prospetti, si pone in antitesi con la volontà del legislatore comunitario e, contravvenendo alla ratio di massima armonizzazione espressa con il ricorso alla fonte del diritto comunitario del regolamento, rischia di pregiudicare gli emittenti italiani rispetto agli altri emittenti, dall'altro introduce, non senza un certo grado di apprensione, un elemento discrezionale, che scade nel giudizio di valore, laddove non è né chiaro, né ricavabile dal dettato

regolamentare, cosa si debba intendere per “*mutamento sostanziale dell’operazione*”, tenuto incidentalmente conto del fatto – probabilmente solo linguistico – che, non essendo per definizione ancora pubblicato un prospetto, nessuna operazione sarebbe ancora possibile. La mancanza di indicazioni chiare su cosa si debba intendere per informazioni che determinino un “*mutamento sostanziale dell’operazione*” comporta che l’emittente non possa trovarsi nelle condizioni di prevedere *ex ante* se una certa nuova informazione che intende inserire nel proprio prospetto possa essere tale da determinare, in ultima istanza, la decadenza dall’istruttoria o meno. Analogo rischio ed analoga situazione di incertezza non pare gravare invece sugli altri emittenti comunitari.

Anche in questo caso, come si anticipava, viene introdotta senza alcun avallo della normativa comunitaria una ennesima ipotesi di decadenza, sulla cui gravità ed eccezionalità si rinnovano i medesimi argomenti dianzi sollevati.

Si chiede quindi di voler eliminare l’intero comma 1-bis.

Articolo 9 (Pubblicazione del prospetto e del supplemento)

L’articolo 9 disciplina un aspetto relativo alla pubblicazione del prospetto (e del supplemento) relativo ai titoli, disponendo che il prospetto o il supplemento approvato sia “*depositato presso la Consob non oltre la fine del primo giorno lavorativo che segue la comunicazione dell’approvazione*”.

Il Regolamento Prospetti non prevede alcun deposito del prospetto o del supplemento approvato presso l’autorità competente, ed anzi tale norma rischia di collidere con il disposto dell’articolo 21 del Regolamento Prospetti a mente del quale “Dopo l’approvazione, il prospetto è messo a disposizione del pubblico dall’emittente, dall’offerente o dal soggetto che chiede l’ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato entro un ragionevole lasso di tempo prima, e al più tardi all’inizio, dell’offerta pubblica o dell’ammissione alla negoziazione dei titoli in oggetto” (il sottolineato è nostro).

Non sussistendo alcun obbligo di pubblicazione entro il giorno lavorativo successivo, non pare nemmeno opportuno gravare gli emittenti italiani di questo ulteriore onere.

Ancor meno convincente è l’argomento a sostegno di tale norma che viene introdotta dall’Autorità in quanto “*appare funzionale alla trasmissione all’ESMA dei prospetti approvati prevista dallo stesso regolamento prospetto (art. 20, par. 2, co.3); per consentire alla Consob di adempiere a tale obbligo è stato fissato un termine per il deposito*”.

Non pare infatti che l’articolo 20, comma 2, terzo periodo del Regolamento Prospetti comporti l’imposizione di un tale adempimento sugli emittenti essendo il documento approvato inevitabilmente già a mani dell’Autorità, la quale ben potrà trasmettere all’ESMA il prospetto/supplemento testè approvato dalla Commissione. La versione che sarà pubblicata (a tempo debito, come consentito dall’articolo 21 citato) dall’emittente differirà esclusivamente per l’inserimento degli estremi del provvedimento di approvazione, ma tali dati sarebbero già perfettamente ricavabili per l’ESMA dal provvedimento di approvazione di Consob.

Peraltro, a margine, si osserva che sarebbe altresì non opportuno, a mente dell’obbligo di cui all’articolo 21, comma 10, secondo cui i documenti pubblicati “*sono sempre identici alla versione originale approvata dall’autorità competente*”, che Consob trasmetta all’ESMA non la versione originale approvata, ma il

documento pubblicato dall'emittente che verrebbe in qualche modo fatto proprio da Consob con l'invio all'ESMA, ma sulla cui conformità all'originale approvato dovrebbe invece indirizzarsi l'attività di vigilanza di Consob.

Si chiede pertanto di voler eliminare il primo comma dell'articolo 9 proposto con conseguente, auspicabile, rinumerazione del comma 1-bis in comma 1 e a seguire degli altri.

In aggiunta, preme osservare però come sia *in primis* la normativa comunitaria a presentare alcuni margini di incertezza laddove, pur permettendo agli emittenti di pubblicare il prospetto "*entro un ragionevole lasso di tempo*", purchè entro l'inizio dell'offerta o dell'ammissione alla negoziazione dei titoli (articolo 21, comma 1), pretende invece (i) che le autorità nazionali comunichino l'approvazione del prospetto entro il giorno lavorativo successivo all'approvazione (articolo 20, comma 3, terzo periodo), (ii) contestualmente a tale notifica forniscano all'ESMA una copia elettronica del prospetto (articolo 21, comma 5, secondo periodo) affinché (iii) l'ESMA, senza indebito ritardo, pubblichi sul proprio sito web tutti i prospetti ricevuti dalle autorità competenti tramite un meccanismo di stoccaggio che ne mette a disposizione del pubblico l'accesso (articolo 21, comma 6).

La risultante ultima del combinato disposto delle norme citate, che come si può vedere sono sparpagliate per il regolamento ma confluiscono verso un effetto unitario, è che il prospetto - che l'emittente potrebbe legittimamente non voler pubblicare immediatamente - viene messo a disposizione del pubblico anche senza che vi concorra la volontà dell'emittente (ed eventualmente anche contro la sua volontà).

Pur non essendo questa la sede opportuna, si richiama l'attenzione di codesta Spettabile Autorità verso l'opportunità di promuovere presso ESMA una interpretazione (anche nella collaudata forma delle *Questions and Answers*) quanto meno della locuzione "*senza indebito ritardo*" che, in prima battuta, parrebbe doversi intendere come un momento necessariamente successivo al momento in cui l'emittente pubblica il prospetto o il supplemento nelle forme di cui all'articolo 21, comma 2. In altre parole, sarebbe auspicabile che ESMA chiarisse che nessun prospetto viene messo a disposizione del pubblico prima che l'emittente vi abbia acconsentito, al fine di mantenere il processo di approvazione e pubblicazione di prospetti e supplementi un processo senz'altro amministrato e sovrinteso dall'Autorità nazionale competente, ma attivato ed alimentato ad impulso di parte.

Articolo 34-quinquies (Svolgimento dell'offerta al pubblico)

La norma proposta interviene, a nostro avviso, con la genuina intenzione di aiutare gli intermediari a districarsi fra gli adempimenti - francamente sorprendenti - del Regolamento Prospetti, laddove all'articolo 23, comma 3, secondo periodo si dispone che "*l'intermediario finanziario contatta gli investitori il giorno in cui il supplemento è pubblicato*". Tralasciando quello che pare un mero errore di traduzione della versione italiana del Regolamento Prospetti, essendo tale norma applicabile a tutti gli intermediari (come da Parte II del TUF, "*Disciplina degli intermediari*") e non solo ai soggetti iscritti all'Albo di cui all'articolo 106 del D. Lgs. 385/1993, occorre invece soffermarsi sulla portata di tale disposizione, al limite dell'inesigibilità, che imporrebbe agli intermediari di *contattare* tutti gli investitori che abbiano aderito ad un'offerta per la quale sia stato pubblicato un supplemento, con conseguente riconoscimento del diritto di recesso, nel giorno in cui tale supplemento viene pubblicato.

Con l'articolo 34-*quinquies*, comma 2, lettera d), Consob interviene sulla questione consentendo espressamente agli intermediari che predispongano il modulo di adesione di prevedere *ex ante* le modalità con cui l'investitore intende essere contattato qualora venga pubblicato un supplemento.

Tuttavia, ci pare che, pur ribadendo il sincero apprezzamento per lo sforzo dell'Autorità, sia necessario, in mancanza di indirizzi interpretativi da parte di ESMA, un ulteriore chiarimento in sede di normazione secondaria circa le modalità con cui contattare gli investitori che *bono iure* possano essere validamente previste nel modulo di adesione.

In particolare, si chiede a codesta rispettabile Autorità di voler espressamente includere tra le modalità di contatto ammissibili anche la pubblicazione di un avviso sul sito internet dell'intermediario e/o dell'emittente ovvero ancora l'invio di un messaggio di posta elettronica. Tali modalità, in un'epoca di crescente alfabetizzazione tecnologica, appaiono le uniche con le quali sia ragionevolmente possibile per l'intermediario raggiungere efficacemente un numero potenzialmente anche molto elevato di investitori in un lasso di tempo così (inspiegabilmente) ridotto.

In molti casi, inoltre, alcuni investitori potrebbero aver già concordato con l'intermediario le modalità di contatto in un contratto quadro per la prestazione dei servizi di investimento, ponendosi l'ulteriore tema del coordinamento fra le pattuizioni di tale contratto e quanto accettato nel modulo di adesione.

Articolo 34-*sexies* (Norme di correttezza)

Il primo comma del presente articolo 34-*sexies* dispone nella sua prima parte che i soggetti cui la norma si rivolge si attengano a "*principi di correttezza, trasparenza e parità di trattamento dei destinatari dell'offerta* [...]". Tuttavia, pare opportuno osservare come l'ordinamento giuridico non dovrebbe richiedere di attenersi a principi, bensì di rispettare norme giuridiche che, ragionevolmente, saranno esponenti dei principi immanenti all'ordinamento stesso.

Non pare pertanto del tutto chiaro quali condotte possano risultare in una violazione dell'articolo 34-*sexies*, comma 1, pur senza contravvenire a nessuna altra norma del Regolamento Prospetti o della connessa normativa nazionale. In altre parole, ci si chiede in quali casi uno dei soggetti destinatari della norma possa vedersi irrogare dall'autorità competente una sanzione per la violazione del solo articolo 34-*sexies*, comma 1 (nella parte relativi ai principi menzionati) ma non per la concorrente violazione di altre norme.

Si ritiene invero che i principi sopra menzionati informino già di sé le norme applicabili ed in tale prospettiva si tende a comprendere le ragioni per le quali il legislatore comunitario non ha inteso prevedere un ulteriore riferimento a generici principi di correttezza, trasparenza e parità di trattamento e se ne condivide in questa sede l'impostazione. Tale norma ci risulterebbe pertanto non indispensabile.

La seconda parte, invece, pone un divieto esplicito di diffusione di notizie non coerenti con il prospetto o idonee ad influenzare l'andamento delle adesioni.

Il divieto di diffondere informazioni non coerenti con il prospetto è già contenuto all'articolo 22, comma 4 del Regolamento Prospetti che si applica a tutte le informazioni, precisandosi che sono ivi incluse anche quelle non con finalità pubblicitarie (l'articolo 22 è sì rubricato "*Pubblicità*" ma i commi 4 e 5 si applicano dichiaratamente anche a informazioni che pubblicità non sono) peraltro già riprendendo

l'analogo divieto posto con riferimento alla sola pubblicità al precedente comma 3. Riterremo quindi che il punto sia già disciplinato dal Regolamento Prospetti.

Inoltre, il successivo generico riferimento alle informazioni idonee ad influenzare l'andamento delle adesioni pare ricomprendere una casistica eccessivamente ampia di fattispecie, anche lecite, quali la pubblicazione di un comunicato stampa durante il periodo di offerta che può in astratto influenzare l'andamento delle adesioni (in senso positivo o negativo), ma non per questo dovrebbe essere reso oggetto di un divieto. Tipicamente, la fattispecie che si intende vietare è quella della diffusione selettiva di informazioni che influenza (*rectius*, orienta) l'andamento delle adesioni solo a beneficio degli investitori che hanno ottenuto l'informazione, a detrimento degli altri.

Si richiede quindi di eliminare il comma 1, conservando, ove codesta spettabile Autorità lo ritenga opportuno, il solo divieto di diffondere informazioni idonee ad orientare selettivamente le decisioni di investimento, circoscrivendone la portata ai soli casi effettivamente lesivi della parità di trattamento degli investitori (in ulteriore attuazione dell'art. 92 TUF).

Articolo 13 (Obblighi informativi) e Articolo 34-ter (casi di inapplicabilità ed esenzioni)

Si prevedono inoltre specifici obblighi informativi all'articolo 13, comma 3 e all'articolo 34-ter, comma 6, che non trovano riscontro nella normativa comunitaria e che pongono oneri maggiori, rispettivamente, sul responsabile del collocamento e sull'emittente, nel contesto di offerte pubbliche in cui l'Italia sia stato membro d'origine rispetto ai corrispondenti oneri gravanti sui medesimi soggetti coinvolti in un'offerta cui non sia applicabile il Regolamento Emittenti.

Anche in questo caso, la maggior onerosità della normativa italiana rispetto al Regolamento Prospetti non appare del tutto giustificata. La ragion d'essere di tali maggiori oneri non può esaurirsi né nei fini statistici, dichiarati nel Documento di Consultazione, né nei fini di vigilanza, che sono fini comuni a tutte le autorità competenti in tutti gli Stati membri, ma che non hanno persuaso il legislatore comunitario a prevedere nel Regolamento Prospetti l'imposizione di un obbligo ad effettuare tali adempimenti né di sostenerne i relativi costi.

Con riferimento invece alla comunicazione dei risultati delle offerte aventi ad oggetto obbligazioni bancarie, si nota l'eliminazione del comma 4 dell'articolo 13 in quanto tale obbligo sarebbe già contenuto nella Comunicazione n. 0061982 del 24 luglio 2014. Tale Comunicazione sopravviverebbe, secondo quanto si intuisce, al processo di revisione dei provvedimenti Consob (su cui al paragrafo successivo) in quanto godrebbe di una protezione legislativa riveniente dall'essere attuativa degli articoli 97, comma 1 e 115, comma 1, lettera a) del TUF.

Sul punto, oltre a condividersi *in toto* l'eliminazione del citato comma 4, si chiede a codesta spettabile Autorità di valutare attentamente se l'entrata in vigore e l'applicazione del Regolamento Prospetti non possa far venir meno i citati articoli del TUF (e di conseguenza la Comunicazione stessa) in ossequio al principio della *lex posterior*, ove non della *lex superior*, con riferimento ai titoli.

Revisione delle Comunicazioni emanate tempo per tempo da Consob incompatibili con Regolamento Prospetti

Si chiede a codesta Spettabile Autorità di proseguire il cammino virtuoso intrapreso con il Documento di Consultazione che qui vi si è commentato, volto alla semplificazione e alla armonizzazione delle

norme nazionali con quelle comunitarie, anche con riferimento alle diverse Comunicazioni aventi ad oggetto gli istituti disciplinati nel Regolamento Prospetti, al fine di abrogare espressamente quelle non compatibili.

Questioni terminologiche

In estremo subordine rispetto a quanto esposto nei paragrafi che precedono, si osserva come la traduzione italiana del Regolamento Prospetti, ricorrendo al termine "titoli" per indicare sostanzialmente i prodotti finanziari disciplinati dal Regolamento Prospetti utilizzi il medesimo termine che l'articolo 101-bis, comma 2 del TUF utilizza per indicare le sole azioni con diritto di voto. Benchè sia formalmente corretta la coesistenza dei due diversi tipi di "titoli" essendo la definizione di "titoli" attualmente già contenuta nel TUF applicabile solo al Capo II della Parte IV e all'articolo 123-bis del TUF, mentre quella del Regolamento Prospetti applicabile - per ora nelle intenzioni della Consob - al solo Titolo I della Parte II del Regolamento Emittenti e quindi *de iure condendo* verosimilmente al solo Capo I della Parte IV del TUF, tuttavia, nelle more della definizione del testo della c.d. legge di delegazione europea, si può valutare se si intenda conservare tale omonimia che potrebbe ingenerare confusione (si pensi al caso di un'OPA su obbligazioni, in cui le norme del Capo II si applicherebbero a "titoli" che tali non sono ai sensi del Capo II stesso).

Per maggiore chiarezza espositiva inoltre si suggerisce nel proposto articolato del Regolamento Emittenti di fare riferimento al Regolamento Prospetti utilizzando sempre la definizione di "*regolamento prospetto*" come inserita al proposto articolo 3, comma 1, lettera c), senza qualificarla ulteriormente.