

MODIFICA DEL REGOLAMENTO EMITTENTI RELATIVA ALLA SOGLIA DI ESENZIONE DALL'OBBLIGO DI PUBBLICARE UN PROSPETTO PER L'OFFERTA PUBBLICA DI TITOLI IN ATTUAZIONE DEL REGOLAMENTO (UE) 2017/1129

20 NOVEMBRE 2018

RELAZIONE ILLUSTRATIVA

SEZIONE I- MOTIVAZIONI OBIETTIVI E DESCRIZIONE DEL PROVVEDIMENTO

1. Motivazioni e obiettivi del provvedimento

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

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

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

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

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

a) a far data dal 21 luglio 2018, quelle inerenti all'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto di offerta in relazione alle offerte di titoli il cui controvalore sia inferiore a determinate soglie. In particolare:

- l'art. 1, paragrafo 3, del Regolamento Prospetto prevede che lo stesso *“non si applica a un'offerta pubblica di titoli per un corrispettivo totale nell'Unione inferiore a 1 000 000 EUR, calcolato su 12 mesi. Gli stati membri non estendono l'obbligo di redigere un prospetto ai sensi del presente regolamento alle offerte al pubblico di titoli di cui al primo comma del presente paragrafo. Tuttavia, in tali casi, gli Stati membri possono imporre a livello nazionale altri obblighi informativi, nella misura in cui detti requisiti non costituiscano un onere sproporzionato o inutile”*;
- l'art. 3, paragrafo 2, comma 1, lettera b) il quale prevede che *“uno Stato membro può decidere di esentare le offerte al pubblico di titoli dall'obbligo di pubblicazione del prospetto di cui al paragrafo 1, a condizione che: a) tali offerte non siano subordinate a una notifica di cui all'art. 25; e b) il corrispettivo totale di ciascuna offerta nell'Unione sia inferiore a un importo monetario calcolato su un periodo di 12 mesi che non superi 8 000 000 EUR”*.

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

1.1 La disciplina sulla soglia

Con riferimento alle disposizioni che si applicano dal 21 luglio 2018, il Regolamento Prospetto, rispetto alla previgente direttiva, ha aumentato da 100 mila euro a 1 milione di euro la soglia al di sotto della quale gli Stati membri non potranno esigere la pubblicazione di un prospetto d'offerta. Al di sotto di tale soglia si prevede unicamente la possibilità per gli Stati membri di stabilire altri obblighi informativi che non costituiscano un prospetto informativo.

Inoltre, come anticipato, il Regolamento Prospetto ha attribuito agli Stati membri la discrezionalità di esentare dalla pubblicazione di un prospetto le offerte con valore compreso tra 1 milione di euro e 8 milioni di euro¹. Al riguardo, si rappresenta che nella Direttiva Prospetto il valore massimo della soglia di esenzione era di 5 milioni di euro.

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

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

(...)

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

In attuazione di quanto disposto dalla richiamata disposizione del TUF, l'art. 34-ter del Regolamento Emittenti ha previsto, al comma 1, che:

¹ Per un esame approfondito delle ragioni sottostanti l'individuazione della soglia massima di esenzione pari a 8 milioni di euro si rinvia [all'Impact Assessment pubblicato dalla Commissione Europea](#).

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

(...)

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

Pertanto, per le offerte pubbliche al di sotto di 5 milioni di euro non è attualmente previsto l’obbligo di pubblicare un prospetto. È invece richiesta la pubblicazione di un prospetto nel caso di ammissione a quotazione in un mercato regolamentato (art. 113 del TUF), laddove non siano applicabili le ipotesi di esenzione dalla pubblicazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni poste dall’art. 57 del Regolamento Emittenti.

Occorre infine ricordare che, in virtù della definizione di cui all’art. 1, comma 1, lettera v) del TUF², le suddette soglie rilevano anche ai fini dell’applicabilità della disciplina in materia di offerte pubbliche di acquisto o di scambio prevista dal TUF.

Al fine di dare attuazione all’art. 3, paragrafo 2, comma 1, lettera b) del Regolamento Prospetto, il 28 giugno 2018 è stato pubblicato sul sito internet dell’Istituto il documento di consultazione avente ad oggetto le possibili scelte regolamentari ai fini dell’esercizio dell’opzione sulla soglia, secondo tre possibili alternative individuate:

- 1. Opzione 0:** confermare l’attuale soglia di esenzione pari a 5 milioni di euro;
- 2. Opzione 1:** innalzare ad 8 milioni di euro la soglia di esenzione dal prospetto per tutte le offerte al pubblico;
- 3. Opzione 2:** innalzare la soglia di esenzione dalla pubblicazione del prospetto a 8 milioni di euro solamente per le offerte di titoli di capitale contestuali o successive alla quotazione in un mercato regolamentato o in uno *SME Growth Market*, rimanendo ferma per tutte le altre offerte l’attuale soglia di 5 milioni di euro. Sul piano dei presidi informativi da fornire agli investitori in occasione delle offerte effettuate in esenzione da emittenti quotati in mercati regolamentati o in uno *SME Growth Market*, l’opzione prevedeva di codificare nel Regolamento Emittenti la Comunicazione n. DIE/13028158 del 4 aprile 2013 relativa alle informazioni da fornire in occasione di operazioni di rafforzamento patrimoniale di ammontare complessivo inferiore alla soglia di esenzione.

Ad esito della consultazione, e tenuto conto delle risposte pervenute, nonché delle analisi di impatto effettuate, con la Delibera si provvede pertanto a modificare il Regolamento Emittenti al fine di dare attuazione alla nuova disciplina europea (Cfr. Appendice 1, contenente le modifiche al testo dell’art. 34-ter).

² Ai sensi di tale norma costituisce offerta pubblica di acquisto o scambio “ogni offerta, invito a offrire o messaggio promozionale, in qualsiasi forma effettuati, finalizzati all’acquisto o allo scambio di prodotti finanziari e rivolti a un numero di soggetti e di ammontare complessivo superiori a quelli indicati nel regolamento previsto dall’articolo 100, comma 1, lettere b) e c); non costituisce offerta pubblica di acquisto o di scambio quella avente a oggetto titoli emessi dalle banche centrali degli Stati comunitari”.

2. *Descrizione dell'intervento regolamentare*

Le modifiche apportate al Regolamento Emittenti prevedono l'incremento a 8 milioni di euro dell'attuale soglia di esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto per tutte le tipologie di offerta (opzione 1). Tale soluzione consente di sfruttare al massimo la flessibilità prevista dal regolamento Prospetto con un positivo impatto sulla riduzione dei costi di accesso al mercato dei capitali per le piccole e medie imprese.

Nell'ambito di tale intervento regolamentare, con l'obiettivo di sistematizzare gli obblighi informativi cui sono tenute le società quotate in caso di aumenti di capitale per un controvalore inferiore alla soglia di esenzione, viene codificato nel Regolamento Emittenti (attraverso una modifica dell'articolo 72, comma 1-*bis* e l'inserimento di un nuovo schema di relazione illustrativa dell'organo amministrativo) il contenuto della Comunicazione Consob n. DIE/13028158 del 4 aprile 2013, che prevede l'inclusione nella relazione redatta dal Consiglio di Amministrazione in occasione della deliberazione dell'aumento di capitale, di una serie di informazioni relative agli effetti dell'operazione sul profilo economico-finanziario della quotata.

Tali obblighi di informativa societaria si applicheranno agli emittenti quotati su un mercato regolamentato italiano per i quali la Consob sia l'autorità dello Stato membro di origine ai sensi del Regolamento Prospetto.

Con riguardo alle ripercussioni di tale modifica sulla disciplina delle offerte pubbliche di acquisto e scambio, il rinvio operato dall'art. 1, comma 1, lettera v), del TUF, alle disposizioni regolamentari in materia di prospetto comporterà una piena simmetria tra la nuova soglia di esenzione e la soglia che determina l'applicazione della disciplina OPA³.

Infine, in occasione della corrente modifica, si è intervenuti sul testo del Regolamento Emittenti per apportare una revisione di carattere formale all'ipotesi di esenzione dall'obbligo del prospetto informativo prevista dalla lett. f) dell'art. 34-*ter*, cioè alle offerte al pubblico "*aventi ad oggetto OICR aperti il cui ammontare minimo di sottoscrizione sia pari ad almeno 100.000 euro*". Si osserva, tuttavia, che tale esenzione non può trovare applicazione nel caso di OICR aperti conformi alla Direttiva 2009/65/CE (c.d. UCITS IV), giacchè tale direttiva non prevede alcuna ipotesi di esenzione dall'obbligo del prospetto informativo. Ciò premesso, l'ipotesi di esenzione in parola necessita di essere circoscritta ai FIA aperti e, conseguentemente, la lett. f) necessita di essere riformulata nel seguente modo "*aventi ad oggetto FIA aperti il cui ammontare minimo di sottoscrizione sia pari ad almeno 100.000 euro*".

³ Resta fermo che la disciplina sulle offerte obbligatorie trova comunque applicazione anche con riferimento a operazioni aventi un controvalore inferiore ai suddetti importi, anche tenuto conto che la Direttiva OPA non prevede al riguardo esenzioni per soglie.

SEZIONE II - ESITI DELLA CONSULTAZIONE E ANALISI DI IMPATTO DELL'INTERVENTO

1. Esiti della consultazione

In risposta al documento di consultazione, il cui contenuto si intende integralmente richiamato nella presente relazione illustrativa, hanno fornito osservazioni i seguenti rispondenti:

| Soggetto | Categoria | Settore |
|--------------------------------|---------------------------|----------------------|
| AIEC | Associazione di categoria | gestori di portale |
| Assofintech | Associazione di categoria | fintech |
| Assonime | Associazione di categoria | emittenti |
| Borsa Italiana | Società | gestore di mercato |
| DLA Piper | Studio legale tributario | consulenza legale |
| DWWF LLP Italian Branch | Studio legale | consulenza legale |
| FIABCI - Italia | Società | consulenza |
| NCTM | Studio legale | consulenza legale |
| Politecnico di Milano | Università | Istruzione e ricerca |
| Walliance Srl | Società | gestore di portale |

Dall'analisi delle osservazioni pervenute è emersa una condivisione in merito all'innalzamento della soglia di esenzione dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo, al fine di stimolare l'ingresso delle PMI nel mercato dei capitali e di alleggerire gli obblighi informativi gravanti sugli emittenti qualora tali oneri non trovino giustificazione nella tutela del mercato e degli investitori. Pertanto, nessun rispondente si è espresso in favore dell'opzione 0.

In particolare, tra i rispondenti, 6 si sono espressi a favore dell'opzione 1 (AIEC, Assofintech, Assonime, Borsa Italiana, FIABCI-ITALIA, DLA Piper), 4 hanno manifestato una preferenza per l'opzione 2 (NCTM – Studio legale, Walliance Srl, Politecnico, DWF LLP Italian Branch), mentre un rispondente⁴ si è espresso favorevolmente ad un innalzamento della soglia pur manifestando una non condivisione nei confronti di entrambe le opzioni 1 e 2.

Opzione 1

Tra le motivazioni fornite in risposta alla consultazione a supporto dell'opzione 1 si evidenziano:

- Il mantenimento pressoché immutato del grado di tutela per gli investitori, in quanto:

⁴ Tale rispondente ha richiesto la non pubblicazione delle proprie osservazioni al documento di consultazione.

- la nuova soglia non costituisce un cambiamento significativo del *target* dell'esenzione (come appare dalla scarsa significatività delle operazioni realizzate o attese nell'intervallo tra 5 e 8 milioni);
- la MIFID II prevede nuovi presidi a tutela degli investitori *retail* in materia di trasparenza dei mercati finanziari (ad esempio: obblighi di informativa su costi e oneri, sul tipo di consulenza prestata, sull'adeguatezza del prodotto offerto, ecc.) e ha introdotto obblighi di *governance* dei prodotti finanziari, con i quali si anticipa la tutela dell'investitore finale al momento della genesi del prodotto;
- la Consob può comunque esercitare, anche nel caso di società non quotate in un mercato regolamentato o *SME Growth Market*, i poteri di vigilanza di cui all'art. 32 del Regolamento Prospetto (tra cui, il potere di richiedere all'emittente di pubblicare informazioni supplementari ovvero la possibilità di sospendere o vietare l'offerta). Pertanto, non si rinviene la necessità di limitare l'innalzamento della soglia di esenzione alle società quotate in un mercato regolamentato o in un o *SME Growth Market*.

Tra i rispondenti che hanno espresso parere favorevole nei confronti dell'opzione 1, alcuni hanno proposto di introdurre anche in questo caso un regime informativo *ad hoc*. In particolare, sono state suggerite le seguenti soluzioni:

- adottare il modello del Prospetto semplificato messo a punto dalla Consob per *l'equity crowdfunding*, arricchito con le informazioni richieste dalla Comunicazione Consob n.13028158, ed eventualmente integrato con oneri di informativa periodica, per le offerte fino a 8 milioni;
- estendere gli obblighi informativi previsti dalla Comunicazione Consob n. 13028158 agli emittenti titoli negoziati in *SME Growth Market* o MTF (ma solamente nei casi di rafforzamento patrimoniale).

Opzione 2

Tra le motivazioni che i soggetti che hanno partecipato alla consultazione hanno fornito a supporto dell'opzione 2, i rispondenti hanno evidenziato che con tale opzione:

- vengono offerte maggiori garanzie di presidi e possibilità di intervento da parte delle autorità di vigilanza;
- si coniuga l'esigenza di mantenere, da un lato, un'elevata tutela degli investitori, e di alleggerire, dall'altro, gli oneri amministrativi ed i costi per le PMI che intendono raccogliere capitali sul mercato, anche tramite i portali di *equity crowdfunding*.

In alcuni casi sono state, invece, avanzate richieste di perfezionamento/modifica dell'opzione 2 quali in particolare:

- innalzare la soglia anche per le offerte che si svolgono su un MTF e non solo per quelle che si svolgono su uno *SME Growth Market* o un mercato regolamentato, tenuto conto che a tali società si applicano gli obblighi informativi di cui al Regolamento UE 596/2014 (MAR) e che tali società sovente decidono di applicare *best practices* che rafforzano ulteriormente la loro *governance* e le tutele degli investitori;
- prevedere che la soglia di esenzione da prospetto si applichi anche alle offerte di strumenti *non equity* delle banche di valore non superiore a € 8 milioni, al fine di semplificare l'attività di raccolta di risorse finanziarie da parte di emittenti bancari di dimensioni ridotte;
- limitare le informazioni aggiuntive della Comunicazione Consob DIE/13028158 alle sole società in crisi, in quanto la Consob sopravvaluterebbe il *surplus* informativo di detta comunicazione;
- inserire le informazioni richieste dalla Comunicazione Consob n. DIE/13028158 in un documento informativo autonomo non sottoposto alla preventiva autorizzazione della Consob, (come proposto nel documento di consultazione), predisponendo uno schema standardizzato.

2. Aggiornamento sulle principali esperienze europee

Rispetto a quanto riportato nel documento di consultazione si fornisce di seguito un aggiornamento circa le modifiche apportate alla regolamentazione francese e tedesca in materia di soglia di esenzione dal prospetto.

Francia

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

Ad esito di tali consultazioni, la Francia ha optato per:

- un'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto per tutte le offerte pubbliche fino alla soglia di 8 milioni di euro su 12 mesi;
- un regime informativo *ad hoc* per le sole offerte effettuate in esenzione dalle società non quotate in mercati regolamentati o MTF o che non operano attraverso un portale di *crowdfunding* che prevede la pubblicazione di un documento informativo simile a quello previsto per le offerte realizzate mediante piattaforme di *crowdfunding* da notificare all'Autorità prima dell'offerta. Tale documento informativo non deve essere sottoposto alla preventiva approvazione da parte dell'Autorità.

Germania

Anche l'autorità tedesca BaFin ha condotto, nel periodo 3-17 agosto 2018, una consultazione pubblica ad esito della quale ha stabilito di sfruttare le opportunità offerte dal Regolamento Prospetto, esercitando l'opzione presente all'art. 3, paragrafo 2, differenziando la soglia di esenzione per tipologia di emittente e valore dell'offerta, come di seguito rappresentato:

1. ai c.d. “*privileged issuers*” (istituti di credito ed emittenti con azioni quotate su mercati regolamentati) non si applicherà l'obbligo di pubblicazione di un prospetto, né di altri documenti informativi, alle offerte il cui valore, nell'arco di 12 mesi, non sia superiore a 5 milioni di euro.
2. a tutti gli altri emittenti non si applicherà l'obbligo di pubblicazione di un prospetto alle offerte il cui valore, nell'arco di 12 mesi, non sia superiore a 8 milioni di euro, a condizione che:
 - sia pubblicato un documento informativo di tre pagine, sottoposto all'approvazione di BaFin;
 - le offerte di valore tra 1 e 8 milioni di euro potranno essere svolte solo congiuntamente alla prestazione del servizio di consulenza o di intermediazione da parte di un'impresa di investimento, la quale è obbligata a verificare che i valori mobiliari che possono essere sottoscritti da un investitore non qualificato non eccedano i 1.000€, ovvero fino a 10.000€ a in proporzione alla situazione finanziaria dello stesso investitore non qualificato.

3. *Esiti dell'analisi di impatto*

Con riferimento all'esercizio dell'opzione prevista dal Regolamento Prospetto in merito alla definizione della soglia di esenzione, al fine di valutare gli effetti attesi e, in particolare, eventuali vantaggi o svantaggi, rischi e opportunità associati alle diverse opzioni, nonché le caratteristiche delle offerte potenzialmente interessate dall'eventuale modifica della soglia, sono stati analizzati, già in fase di consultazione (cfr. documento di consultazione), i dati relativi ai prospetti approvati tra il 2015 e il 2017 riguardanti le offerte pubbliche di titoli (emessi da società quotate e non quotate) per un ammontare compreso tra 5 e 8 milioni di euro.

Alla luce dell'analisi di impatto, dei contributi ricevuti ad esito dalla consultazione pubblica e degli approfondimenti sulle scelte operate da altre giurisdizioni europee, si è ritenuto di adottare l'opzione 1 sopra illustrata che prevede un incremento della soglia fino ad un importo massimo di 8 milioni di euro nei dodici mesi per tutte le tipologie di offerte.

L'analisi svolta ha confermato, innanzitutto che l'opzione 0, che prevedeva di confermare la soglia di esenzione da prospetto pari a 5 milioni di euro, pur avendo il vantaggio di non modificare lo *status quo*, non permette di sfruttare le opportunità per gli operatori derivanti dal possibile innalzamento della stessa soglia.

Con riferimento all'opzione 1, le risultanze della consultazione e le ulteriori analisi svolte hanno fatto emergere una minore incidenza sotto il profilo della tutela degli investitori rispetto a quanto prospettato in sede di documento di consultazione e una maggiore efficacia in termini di semplificazione del quadro normativo rispetto all'opzione 2.

In particolare le risposte provenienti dagli operatori del mercato hanno evidenziato come l'innalzamento della soglia ad un valore di 8 milioni ricomprenderebbe comunque solo emissioni di modico valore in termini assoluti, con una modesta incidenza sulle operazioni di collocamento che vengono realizzate sul mercato, come peraltro confermato dall'esiguo numero di sollecitazioni all'investimento per un controvalore complessivo ricompreso nel *range* 5-8 milioni di euro.

Inoltre è stato evidenziato come l'evoluzione del quadro normativo nazionale ed europeo abbia ampliato gli strumenti di tutela degli investitori che intervengono a prescindere dall'obbligo di pubblicare un prospetto. Tra questi si possono ricordare:

- l'estensione della disciplina sugli abusi di mercato a tutti gli emittenti quotati in MTF o OTF;
- l'introduzione dei nuovi presidi previsti dalla disciplina MIFID II tra cui in particolare gli obblighi di *disclosure* in tema di costi e oneri e gli adempimenti in materia di *governance* dei prodotti finanziari;
- l'obbligo di redazione e consegna al cliente del *Key Information Document* previsto dal Regolamento (UE) 1286/2014 per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs), pur in assenza del prospetto;
- le nuove disposizioni del Regolamento prospetto⁵ che per le offerte ricomprese nel *range* 1-8 milioni, pur stabilendo la possibilità per gli stati membri di prevedere l'esonero dal prospetto, mantengono ferme le ulteriori disposizioni che attengono ai poteri sanzionatori e di vigilanza delle autorità competenti.

A fronte di ciò l'opzione 1 presenta indubbi vantaggi in termini di chiarezza e semplificazione del quadro normativo, rispetto all'opzione 2 ed inoltre presenta punti di contatto con le soluzioni adottate in *subjecta* materia dai principali paesi europei che hanno elevato la soglia di esenzione sia per le società quotate che per quelle non quotate.

Alla luce di tali considerazioni è stata aggiornata l'analisi d'impatto che viene sinteticamente rappresentata nella seguente tabella

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

⁵ Occorre altresì ricordare che nel regolamento emittenti è prevista la pubblicazione di un prospetto semplificato, non soggetto all'approvazione della Consob, per le emissioni di obbligazioni bancarie c.d. *plain vanilla* di importo inferiore a 75 milioni di euro. Per tali tipologie di offerte il Regolamento Prospetto prevede, a decorrere da luglio 2019 l'esonero dall'obbligo di pubblicazione del prospetto.

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

Con riferimento, invece, agli obblighi informativi derivanti dalla Comunicazione Consob n. DIE/13028158 del 4 aprile 2013, in sede di consultazione si proponeva di prevedere tali obblighi per le offerte di titoli azionari rivolte agli investitori *retail*, il cui controvalore fosse inferiore a 8 milioni di euro, promosse da società i cui titoli sono ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato o in un *SME Growth Market*.

Al riguardo, i partecipanti alla consultazione hanno espresso pareri contrastanti in relazione all'efficacia di tale presidio informativo.

Infatti, alcuni partecipanti hanno manifestato dubbi sul contributo informativo offerto da tale strumento, proponendo di limitare tali obblighi alle società che pongano in essere un'offerta nel contesto di un'operazione di rafforzamento di capitale a fronte di una situazione di crisi o di difficoltà finanziaria.

Altri partecipanti, invece, hanno proposto di includere le informazioni previste dalla Comunicazione Consob n. DIE/13028158 del 4 aprile 2013 in un documento informativo autonomo non sottoposto alla preventiva autorizzazione della Consob, predisponendo un documento informativo standardizzato.

Infine, nel corso della consultazione è stato proposto di estendere gli obblighi informativi in argomento agli emittenti aventi titoli negoziati su una qualsiasi tipologia di *trading venue*, circoscrivendone tuttavia l'ambito di applicazione ai casi di rafforzamento patrimoniale.

Pertanto, anche alla luce dei contributi ricevuti dai partecipanti alla consultazione, il testo finale della modifica regolamentare prevede di non modificare l'attuale ambito di applicazione degli obblighi derivanti dalla citata Comunicazione Consob, mantenendoli circoscritti alle operazioni di rafforzamento patrimoniale di importo inferiore alla nuova soglia di esenzione promosse da società con azioni quotate in mercati regolamentati.

Infatti, l'applicazione di tali obblighi alle sole società con azioni ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato è giustificata dalla natura della sede di negoziazione che prevede maggiori oneri informativi per tali società, mentre l'estensione agli MTF avrebbe comportato l'introduzione di un onere informativo aggiuntivo.

La modifica regolamentare prevede quindi di codificare e sistematizzare la Comunicazione Consob n. DIE/13028158 del 4 aprile 2013 integrando lo schema 2 dell'Allegato 3A al Regolamento Emittenti. Inoltre, a fini di maggiore chiarezza e conoscibilità dell'intervento, la necessità di predisporre la relazione dell'organo di gestione sulla proposta di aumento di capitale secondo il nuovo schema è stata richiamata nel testo dell'articolo 72 del Regolamento Emittenti.

Infine, anche a seguito dell'esame dei contributi ricevuti dai partecipanti alla consultazione, è stato ritenuto opportuno mantenere la simmetria tra la soglia di esenzione ai fini della pubblicazione del prospetto e la soglia rilevante ai fini delle offerte pubbliche di acquisto e/o scambio volontarie.

Si rammenta, al riguardo, che in relazione alle offerte pubbliche di acquisto e/o scambio obbligatorie la relativa disciplina, ivi incluso l'obbligo di pubblicare un documento d'offerta approvato dalla Consob, si applica a prescindere dal controvalore dell'offerta stessa e, pertanto, anche in caso di offerte il cui controvalore sia inferiore alla soglia di riferimento.

Si ritiene in proposito che la nuova soluzione proposta non comporti una significativa riduzione del grado di tutela per gli azionisti oblati anche tenuto conto del ridotto numero di offerte che sarebbero interessate dalla modifica. Appare utile evidenziare in proposito quanto segue:

(i) dalla prassi applicativa emerge che in relazione a offerte pubbliche di acquisto e/o scambio volontarie di controvalore inferiore a 5 milioni di euro aventi a oggetto titoli negoziati sul MTA l'offerente ha diffuso un documento informativo sull'offerta contenente, in estrema sintesi, le medesime informazioni richieste dall'Allegato 2A al Regolamento Emittenti;

(ii) a partire dal 2007 sono state poste in essere 7 offerte volontarie aventi un controvalore tra i 5 e gli 8 milioni di euro (pari a circa il 3,5% delle 200 operazioni realizzate nello stesso periodo); l'innalzamento della soglia a 8 milioni di euro non comporterebbe problemi neanche in caso di offerte volte al *delisting* dell'emittente in quanto il superamento del 90% del capitale determinerebbe il sorgere dei presupposti dell'obbligo di acquisto di cui all'art. 108, comma 2, del TUF la cui procedura è governata dalla Consob;

(iii) la Consob nei confronti di tutte le società i cui titoli siano ammessi alle negoziazioni su *trading venue* dispone dei poteri informativi di cui agli artt. 114 e 115 del TUF; inoltre, ai sensi dell'art. 23, paragrafo 2, lettere *b*) e *m*), del Regolamento (UE) 596/2014 (MAR) la Consob dispone di poteri informativi nei confronti di chiunque sia in possesso di informazioni attinenti a società i cui titoli sono negoziati su *trading venues*, compreso, quindi, l'offerente in caso di offerte pubbliche di acquisto e/o scambio, nonché di adottare tutte le misure necessarie a garantire che tali informazioni siano correttamente veicolate al mercato.

Pertanto, qualora la Consob dovesse in futuro osservare la presenza di un pregiudizio per gli investitori, potrebbe sopperire all'eventuale riduzione di presidi informativi in caso di OPA su una società i cui titoli negoziati su una *trading venue*, di controvalore inferiore alla soglia, attivando i sopra menzionati poteri informativi.

Nell'appendice di seguito riportata, sono rappresentate le modifiche apportate al Regolamento Emittenti.

APPENDICE 1

Modifiche al Regolamento di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e successive modifiche, concernente la disciplina degli emittenti.

| Regolamento attuale | Regolamento modificato |
|---|--|
| <p>Art. 34 – ter <i>(Casi di inapplicabilità ed esenzioni)</i></p> | <p>Art. 34-ter <i>(Casi di inapplicabilità ed esenzioni)</i></p> |
| <p>1. Le disposizioni contenute nel Capo I del Titolo II della Parte IV del Testo unico e quelle del presente Titolo non si applicano alle offerte al pubblico:</p> <p>a) rivolte ad un numero di soggetti inferiore a centocinquanta, diversi dagli investitori qualificati di cui alla successiva lettera b);</p> <p>b) rivolte a investitori qualificati, intendendosi per tali i soggetti indicati all’articolo 26, comma 1, lettera d), del regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari, adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche. Le imprese di investimento e le banche comunicano la propria classificazione, su richiesta, all’emittente, fatta salva la legislazione in vigore sulla protezione dei dati. Le imprese di investimento e le banche autorizzate a continuare a considerare tali gli attuali clienti professionali, a norma dell’articolo 71, paragrafo 6, della direttiva 2004/39/CE, sono autorizzate a trattare tali clienti come investitori qualificati ai sensi dell’articolo 100 del Testo unico;</p> <p>c) aventi ad oggetto prodotti finanziari inclusi in un’offerta il cui corrispettivo totale, calcolato all’interno dell’Unione Europea, sia inferiore a 5.000.000 di euro. A tal fine si considerano unitariamente più offerte aventi ad oggetto il medesimo prodotto effettuate dal medesimo emittente od offerente nell’arco di dodici mesi;</p> <p>d) aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da quelli indicati nelle lettere f) e g) per un corrispettivo totale di almeno 100.000 euro per investitore e per ogni offerta separata¹⁶⁵;</p> <p>d-bis) ...omissis...;</p> <p>e) aventi ad oggetto prodotti finanziari diversi da quelli indicati nelle lettere f) e g) di valore</p> | <p>1. Le disposizioni contenute nel Capo I del Titolo II della Parte IV del Testo unico e quelle del presente Titolo non si applicano alle offerte al pubblico:</p> <p>a) rivolte ad un numero di soggetti inferiore a centocinquanta, diversi dagli investitori qualificati di cui alla successiva lettera b);</p> <p>b) rivolte a investitori qualificati, intendendosi per tali i soggetti indicati all’articolo 26, comma 1, lettera d), del regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari, adottato dalla Consob con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche. Le imprese di investimento e le banche comunicano la propria classificazione, su richiesta, all’emittente, fatta salva la legislazione in vigore sulla protezione dei dati. Le imprese di investimento e le banche autorizzate a continuare a considerare tali gli attuali clienti professionali, a norma dell’articolo 71, paragrafo 6, della direttiva 2004/39/CE, sono autorizzate a trattare tali clienti come investitori qualificati ai sensi dell’articolo 100 del Testo unico;</p> <p>c) aventi ad oggetto prodotti finanziari il cui corrispettivo totale nell’Unione Europea, calcolato su un periodo di 12 mesi, è inferiore a 8.000.000 di euro; A tal fine si considerano unitariamente più offerte aventi ad oggetto il medesimo prodotto effettuate dal medesimo emittente od offerente nell’arco di dodici mesi</p> <p>(...)</p> |

| Regolamento attuale | Regolamento modificato |
|---|--|
| <p>nominale unitario minimo di almeno 100.000 euro;</p> <p>f) aventi ad oggetto OICR aperti il cui ammontare minimo di sottoscrizione sia pari ad almeno 100.000 euro;</p> <p>g) aventi ad oggetto prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione con premio minimo iniziale di almeno 100.000 euro;</p> <p>(...)</p> | <p>f) aventi ad oggetto OICR FIA aperti il cui ammontare minimo di sottoscrizione sia pari ad almeno 100.000 euro;</p> <p><i>Invariato</i></p> |
| <p>Art. 72 <i>(Altre modifiche dello statuto, emissione di obbligazioni e acconti sui dividendi)</i></p> | <p>Art. 72 <i>(Altre modifiche dello statuto, emissione di obbligazioni e acconti sui dividendi)</i></p> |
| <p>1. Gli emittenti azioni, trasmettono alla Consob attraverso il sistema di Teleraccolta, secondo le specifiche modalità indicate dalla Consob con propria comunicazione, almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea convocata per deliberare l'emissione di obbligazioni, la relazione illustrativa dell'organo amministrativo redatta in conformità all'Allegato 3A. La medesima relazione è altresì messa a disposizione del pubblico presso la sede sociale e con le modalità indicate dagli articoli 65-<i>quinquies</i>, 65-<i>sexies</i> e 65-<i>septies</i>, almeno ventun giorni prima di quello fissato per l'assemblea.</p> <p>1-<i>bis</i>. Gli stessi emittenti, almeno ventun giorni prima di quello fissato per l'assemblea convocata per deliberare le modifiche dello statuto diverse da quelle previste da altre disposizioni della presente Sezione, mettono a disposizione del pubblico presso la sede sociale e con le modalità indicate dagli articoli 65-<i>quinquies</i>, 65-<i>sexies</i> e 65-<i>septies</i>, la relazione illustrativa dell'organo amministrativo redatta in conformità all'Allegato 3A. Lo statuto modificato, entro trenta giorni dal deposito nel registro delle imprese, è trasmesso alla Consob attraverso il sistema di Teleraccolta, secondo le specifiche modalità indicate dalla Consob con propria comunicazione.</p> | <p>1. Gli emittenti azioni, trasmettono alla Consob attraverso il sistema di Teleraccolta, secondo le specifiche modalità indicate dalla Consob con propria comunicazione, almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea convocata per deliberare l'emissione di obbligazioni, la relazione illustrativa dell'organo amministrativo redatta in conformità all'Allegato 3A. La medesima relazione è altresì messa a disposizione del pubblico presso la sede sociale e con le modalità indicate dagli articoli 65-<i>quinquies</i>, 65-<i>sexies</i> e 65-<i>septies</i>, almeno ventun giorni prima di quello fissato per l'assemblea.</p> <p>1-<i>bis</i>. Gli stessi emittenti, almeno ventun giorni prima di quello fissato per l'assemblea convocata per deliberare le modifiche dello statuto diverse da quelle previste da altre disposizioni della presente Sezione, ivi inclusa l'emissione a pagamento di titoli di capitale mediante offerta al pubblico per un importo inferiore a 8.000.000 di euro in esenzione dall'obbligo di prospetto ai sensi dell'art. 34-<i>ter</i>, comma 1 lettera c) mettono a disposizione del pubblico presso la sede sociale e con le modalità indicate dagli articoli 65-<i>quinquies</i>, 65-<i>sexies</i> e 65-<i>septies</i>, la relazione illustrativa dell'organo amministrativo redatta in conformità all'Allegato 3A. Lo statuto modificato, entro trenta giorni dal deposito nel registro delle imprese, è trasmesso alla Consob attraverso il sistema di Teleraccolta, secondo le specifiche modalità indicate dalla Consob con propria comunicazione.</p> |

| Regolamento attuale | Regolamento modificato |
|---|--|
| <p>Allegato 3A</p> <p>SCHEMA N. 2: Relazione illustrativa dell'organo amministrativo(•) per l'assemblea straordinaria chiamata a deliberare operazioni di modifica del capitale sociale e/o di emissione di obbligazioni</p> <p>[...]</p> <p>1) nelle ipotesi di operazioni di aumento del capitale con esclusione del diritto di opzione di cui all'articolo 2441, comma 4, seconda parte, del codice civile:</p> <p>5.1) le motivazioni dell'operazione di aumento del capitale sociale;</p> <p>5.2.) la destinazione dell'aumento;</p> <p>5.3.) le considerazioni in base alle quali i componenti dell'organo di amministrazione ritengono che il prezzo di emissione delle nuove azioni corrisponda al valore di mercato(••).</p> | <p>Allegato 3A</p> <p>SCHEMA N. 2: Relazione illustrativa dell'organo amministrativo(•) per l'assemblea straordinaria chiamata a deliberare operazioni di modifica del capitale sociale e/o di emissione di obbligazioni</p> <p>[...]</p> <p>5) nelle ipotesi di operazioni di aumento del capitale con esclusione del diritto di opzione di cui all'articolo 2441, comma 4, seconda parte, del codice civile:</p> <p>5.1) le motivazioni dell'operazione di aumento del capitale sociale;</p> <p>5.2.) la destinazione dell'aumento;</p> <p>5.3.) le considerazioni in base alle quali i componenti dell'organo di amministrazione ritengono che il prezzo di emissione delle nuove azioni corrisponda al valore di mercato(••).</p> <p>6) nelle ipotesi di operazioni di emissione a pagamento di titoli di capitale mediante offerta al pubblico per un importo inferiore a 8 milioni di euro in esenzione dall'obbligo di prospetto ai sensi dell'art. 34-ter comma 1 lettera c):</p> <p>6.1. la stima a data aggiornata del capitale circolante netto dell'emittente o del gruppo (inteso come differenza tra attivo corrente e passivo corrente), determinata senza tener conto dei proventi o degli effetti (ad es. conversione di debiti in capitale) rivenienti dall'operazione in parola. La stima del capitale circolante netto potrà essere riferita all'ultima rendicontazione contabile approvata dall'emittente; in tal caso, riportare una dichiarazione, anche con formulazione negativa, in merito alle variazioni significative eventualmente intervenute successivamente;</p> <p>6.2. la stima del fabbisogno finanziario netto dell'emittente o del gruppo, ulteriore oltre a quello eventualmente connesso al</p> |

| Regolamento attuale | Regolamento modificato |
|---------------------|--|
| | <p>precedente punto 6.1, per i dodici mesi successivi alla data prevista di inizio dell'offerta, determinata senza tener conto dei proventi o degli effetti rivenienti dalla citata operazione;</p> <p>6.3. la descrizione delle modalità di finanziamento del fabbisogno finanziario complessivo di cui ai suddetti punti 6.1 e 6.2. In particolare devono essere fornite le considerazioni degli amministratori circa la congruità dei proventi netti per cassa rivenienti dall'offerta in parola rispetto al citato fabbisogno finanziario complessivo dell'emittente o del gruppo. Ove le risorse rivenienti dall'offerta siano inferiori rispetto al complessivo fabbisogno finanziario corrente del gruppo, deve essere fornita la descrizione degli ulteriori interventi previsti/posti in essere per fronteggiare gli impegni a breve dell'emittente o del gruppo;</p> <p>6.4. le destinazioni, per quanto possibile in ordine di priorità, dei proventi dell'operazione ulteriori rispetto a quella funzionale alla copertura del citato fabbisogno finanziario corrente.</p> <p>Nei casi in cui le operazioni indicate nel presente punto 6) siano deliberate da organi diversi dall'assemblea dei soci, le informazioni di cui ai punti 6.1), 6.2) e 6.3) e 6.4) sopra richieste devono essere altresì fornite nei comunicati <i>price sensitive</i> diffusi ad esito delle delibere del relativo organo.</p> |