

MODIFICHE AL REGOLAMENTO EMITTENTI VOLTE ALL'ATTUAZIONE DELLE DISPOSIZIONI DELL'ART. 95 TUF IN TEMA DI APPROVAZIONE DEI PROSPETTI

**RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEGLI ESITI DELLA CONSULTAZIONE, DELLE CONSEGUENZE SULLA
REGOLAMENTAZIONE, SULL'ATTIVITÀ DELLE IMPRESE E DEGLI OPERATORI E SUGLI INTERESSI
DEGLI INVESTITORI E DEI RISPARMIATORI**

11 giugno 2025

I. MOTIVAZIONE E OBIETTIVI DEL PROVVEDIMENTO

La modifica regolamentare illustrata nella presente relazione è tesa a introdurre nel Regolamento Consob n. 11971/1999 (Regolamento Emittenti, di seguito anche "RE") un nuovo articolo 8-*bis*, attraverso il quale si attribuisce il potere di approvazione dei prospetti relativi a titoli diversi da titoli di capitale al Responsabile di Divisione (di seguito anche "RdD") competente per materia, prevedendo che tale competenza permanga in capo alla Commissione solo in casi residuali.

Con tale intervento si dà attuazione all'articolo 95, comma 1, lettera e), del decreto legislativo 24 febbraio 1998, come successivamente modificato (di seguito, anche solo "TUF") che delega la Consob a stabilire con regolamento "*le procedure organizzative e decisionali interne per l'adozione dell'atto finale di approvazione del prospetto, anche mediante attribuzione della competenza a personale con qualifica dirigenziale*", con la precisazione che tali procedure interne di approvazione dei prospetti possano essere "*anche differenziate in relazione alle caratteristiche dei prodotti finanziari, degli emittenti e dei mercati*".

La descritta iniziativa fa seguito a una serie di interventi già adottati dalla Consob nel perseguimento degli obiettivi fissati dal Libro Verde del MEF del marzo 2022¹, con particolare *focus* sul procedimento di approvazione dei prospetti e sulla necessità di accelerare i relativi tempi procedurali, allo scopo di rendere il mercato dei capitali italiano maggiormente attrattivo.

In primo luogo, con un duplice intervento regolamentare del luglio 2022 e del febbraio 2024, l'Istituto ha semplificato le formalità relative all'elaborazione delle domande di approvazione del prospetto, riducendo il numero dei documenti da allegare e rendendo più snello il contenuto e le modalità di compilazione delle domande stesse.

In secondo luogo, per quanto concerne la riduzione delle tempistiche relative alla durata delle istruttorie, la Consob, con particolare riferimento ai prospetti *non-equity*, ha assunto l'impegno di ridurre i tempi di primo riscontro informale da parte degli uffici dalla ricezione della richiesta di approvazione, nonché i termini per la richiesta di informazioni supplementari in relazione alle

¹ Cfr. https://www.dt.mef.gov.it/dipartimento/consultazioni_pubbliche/consultazione_libro_verde.html.

emissioni obbligazionarie². È stata inoltre confermata la possibilità per l'emittente e/o l'offerente di sottoporre preliminarmente alla Consob questioni di particolare rilevanza riguardanti l'operazione di offerta pubblica o l'ammissione alle negoziazioni (c.d. *prefiling*), per favorire la celerità dell'istruttoria e, infine, è stata introdotta la possibilità di redigere il prospetto in inglese, prevedendo in taluni specifici casi la traduzione in italiano della sola nota di sintesi.

Nel contesto dei richiamati interventi regolamentari si è delineata un'ulteriore area di possibile efficientamento, ossia l'abbreviazione del tempo intercorrente tra la chiusura dell'istruttoria (c.d. "*no-further comments*") e l'approvazione del prospetto. La modifica oggetto di proposta, attuativa della delega di cui all'art. 95 TUF, interviene pertanto su tale segmento procedimentale.

Peraltro, la presente iniziativa si pone a valle del *Final Report* pubblicato dall'ESMA a conclusione della *Peer Review* condotta nel 2022, con cui la medesima Autorità ha raccomandato a diverse NCAs, tra cui la Consob, di rivedere le procedure interne per assicurare meccanismi di approvazione più efficienti e, in particolare, di considerare l'attribuzione del potere di approvazione al *senior management* in luogo dell'organo di vertice.

Ciò premesso, nel periodo 26 luglio – 24 settembre 2024, la Consob ha sottoposto alla consultazione del mercato la descritta proposta di modifica del Regolamento Emittenti.

II. ANALISI DEI CONTRIBUTI PERVENUTI NELL'AMBITO DELLA CONSULTAZIONE SULLE PROPOSTE DI MODIFICA REGOLAMENTARE

I. STAKEHOLDER MAPPING

In risposta al documento di consultazione hanno fornito osservazioni i seguenti rispondenti:

Soggetto	Categoria	Settore
Assonime (Associazione fra le società italiane per azioni)	Associazione	società per azioni
AMF Italia (Associazione Intermediari Mercati Finanziari)	Associazione	intermediari finanziari
Borsa Italiana S.p.A.	Mercato	gestore del mercato

² Cfr. <https://www.consob.it/web/area-pubblica/tempi-di-istruttoria-e-approvazione-prospetti-non-equity>. Con riguardo alle tempistiche di riscontro agli emittenti, la Consob ha assunto i seguenti impegni:

- invio, entro 2 giorni lavorativi dalla presentazione dell'istanza da parte dell'emittente/offerente, di un *feedback* informale sulle questioni principali che possono emergere da una verifica complessiva del documento e della domanda di approvazione;
- trasmissione della prima lettera di commento al prospetto tendenzialmente entro 6 giorni lavorativi (ridotti a 5 giorni lavorativi per i prospetti informativi riguardanti esclusivamente titoli di debito del valore unitario superiore a € 100.000, cd. offerte *wholesale*) dal ricevimento dell'istanza;
- per tutte le successive versioni del prospetto, risposta della Consob tendenzialmente entro 3 giorni lavorativi dal ricevimento della nuova bozza di prospetto (2 giorni lavorativi per i prospetti destinati esclusivamente alle offerte cd. *wholesale*).

Va precisato che la risposta di Borsa Italiana S.p.A. è stata elaborata nell'ambito di un apposito gruppo di lavoro dalla medesima coordinato e recepisce i contributi di una serie di studi legali³.

I contributi dei partecipanti alla consultazione sono pubblicati sul sito *internet* della Consob.

2. ESITI DELLA CONSULTAZIONE

In via generale, i rispondenti alla consultazione hanno accolto in senso favorevole le proposte di modifica regolamentare, evidenziando che esse si pongono in linea di continuità con le altre iniziative avviate in precedenza dalla Consob per la semplificazione delle procedure di approvazione dei prospetti.

In particolare, si rappresenta quanto segue.

OSSERVAZIONI

- **ASSONIME**, nel condividere in via generale le modifiche normative prospettate, auspica che esse, dopo una prima fase di sperimentazione con i prospetti per i titoli di debito, possano essere estese anche ai prospetti *equity*, “*per i quali appare ancora più pressante l’esigenza di assicurare tempi più brevi e prevedibili per le procedure di approvazione*”, così da rendere maggiormente competitiva la piazza finanziaria domestica.

VALUTAZIONI

Con riferimento alle osservazioni di cui sopra, va precisato che la perimetrazione dell'intervento regolamentare ai prospetti relativi a titoli di *non-equity* si spiega in ragione della serialità e standardizzazione di tali titoli, che giustifica un procedimento di approvazione semplificato, permettendo di garantire tempi autorizzativi molto celeri per questa tipologia di operazioni. Nondimeno, si terrà conto dell'esperienza maturata con riguardo al nuovo potere di approvazione *de qua* al fine di valutare l'opportunità di estendere la disciplina anche ad altre fattispecie.

OSSERVAZIONI

- **AMF Italia** osserva che l'attribuzione di un potere di delega conferito al solo Responsabile di Divisione potrebbe avere degli aspetti di eccessiva rigidità. Pertanto, si ritiene opportuna l'introduzione della possibilità di sub-delegare tale potere ad altro soggetto con qualifica dirigenziale e competente per materia. A tal proposito, il medesimo rispondente ha presentato una proposta di articolato.

³ A&O, Sherman, Ashurst, Baker McKenzie, Bird & Bird, Bonelli Erede, Chiomenti, Clifford Chance, CRCCD Studio Legale, Dentons, DLA Piper, GOP, Hogan Lovells, Jones Day, Latham & Watkins, Legance, Linklaters, Orrick, Pedersoli Gattai, Simmons & Simmons, White & Case.

VALUTAZIONI

L'osservazione sopra esposta appare condivisibile in quanto la previsione di un adeguato sistema di deleghe potrebbe garantire maggiore flessibilità nell'esercizio del potere di cui si discorre, in assenza del quale i processi di approvazione potrebbero risultare meno celeri ed efficaci.

Si condividono pertanto le osservazioni di cui sopra al fine di evitare che ciò abbia un impatto negativo sul processo di approvazione.

Da un punto di vista prettamente tecnico, non si ravvisano ostacoli alla possibilità di prevedere lo strumento della delega. Ciò in quanto il potere conferito al Responsabile di Divisione è un potere che riguarda una attribuzione originaria. Per tale motivo si reputa direttamente percorribile la strada della delega⁴.

Alla luce di quanto sopra esposto la disposizione è stata modificata individuando quale possibile destinatario della delega altro soggetto avente qualifica dirigenziale e facente parte sempre della divisione competente. Nel dettaglio, si potrà conferire sia una delega specifica sui singoli prospetti sia una delega generica (*cf.* nuova formulazione del comma 1 del neo-introdotta articolo 8-*bis*).

OSSERVAZIONI

- **Borsa Italiana S.p.A.**, accoglie con favore le proposte in consultazione, ritenendole in linea con le recenti riforme nazionali volte allo sviluppo della competitività del mercato nazionale dei capitali, anche in una prospettiva di piena integrazione europea e, più in generale, sostiene che il documento in consultazione risponda agli obiettivi programmatici di riforma, ammodernando le procedure interne in maniera efficace.

Tuttavia, la rispondente presenta alcune richieste di chiarimento con riferimento all'articolato proposto e in particolare per quanto riguarda: (i) i casi in cui la competenza all'approvazione rimane attribuita alla Commissione ai sensi dell'articolo 8-*bis* comma 3; (ii) la tempistica e la certezza del processo autorizzativo; (iii) l'assenza di un sistema di deleghe.

- i) In via preliminare, Borsa Italiana osserva come alcune delle fattispecie in cui la competenza all'approvazione del prospetto rimane in capo alla Commissione (e segnatamente quelle di cui alle lettere a), b) ed e) non siano necessariamente identificabili *ex ante* in via oggettiva senza una previa interlocuzione con l'Autorità. Ad esempio, la valutazione sugli "*elementi di*

⁴ Il potere di approvazione dei prospetti in capo al RdD è un potere attribuito in via originaria. Per tale motivo risulta possibile conferire tale competenza ad altro soggetto, utilizzando lo strumento della delega. Trattasi di un'attribuzione di una competenza che, per la sua natura originaria, differisce dalla delega di competenze allo svolgimento di attività applicative, comportanti esclusivamente giudizi tecnici non discrezionali, ai sensi dell'art. 20 del Regolamento di Organizzazione e Funzionamento della Consob, in cui le competenze sono attribuite ai dirigenti con delibera della Commissione.

incertezza sulla continuità aziendale dell'emittente" può presentare elementi soggettivi, così come nella nozione di *"operazione di risanamento"* potrebbero in teoria ricadere anche alcune casistiche ordinarie per le quali non si pongono esigenze di coinvolgimento della Commissione.

Considerazioni analoghe valgono per la nozione di *"derivati complessi con struttura innovativa"*, per la quale manca una definizione legislativa sia a livello comunitario che locale e che rischia quindi di essere interpretata estensivamente.

Alla luce delle considerazioni di cui sopra, Borsa Italiana ritiene che l'impossibilità di conoscere *ex ante* le fattispecie in cui la competenza all'approvazione del prospetto rimane in capo alla Commissione possa compromettere gli obiettivi di semplificazione e ammodernamento che si vogliono conseguire con questa riforma. Tra l'altro, nel caso in cui la risoluzione dei casi dubbi richiedesse un coinvolgimento della Commissione da parte dell'ufficio competente, tale circostanza potrebbe impattare sulla tempestività e agilità del processo complessivo.

Di conseguenza, la rispondente ritiene auspicabile l'individuazione di una procedura - breve ed informale - di riscontro ai casi dubbi, che magari possa precedere la effettuazione del primo *filing* del prospetto da parte dell'emittente; ad esempio, con pochi adeguamenti finalizzati ad estenderne la portata, anche l'istituto del *prefiling* potrebbe svolgere questa funzione.

Con particolare riguardo alle fattispecie di cui all'art. 8-bis, comma 3, lett e), Borsa Italiana suggerisce le seguenti modifiche:

- si propone di eliminare il riferimento alla nozione di *"derivato complesso con struttura innovativa"* perché di difficile categorizzazione;
 - per quanto riguarda il riferimento a *"titoli con valore e/o sottostante riferibili a cripto-attività"*, considerata l'entrata in vigore del MiCAR e la robustezza di tale impianto regolamentare, la rispondente si interroga se sia opportuno prevedere un periodo transitorio (ad esempio 2 anni), trascorso il quale tale casistica potrebbe essere in tutto o in parte superata.
- ii)** In secondo luogo, si richiama l'attenzione sull'opportunità di indicare una scansione temporale certa di approvazione del prospetto dal momento dell'invio della versione finale (cd. *"no further comments"*) all'ufficio competente, integrando così la tempistica del processo istruttorio comunicata in data 21/02/2024 (v. *supra* nota n. 1).
- iii)** Infine, con riguardo alla disciplina applicabile *"in caso di assenza o impedimento del Responsabile della Divisione"*, si richiama anche l'attenzione sulla necessità di definire un sistema di deleghe sufficientemente ampio o facilmente integrabile/modificabile che eviti rallentamenti nel processo autorizzativo, sulla base di quanto già visto nella esperienza delle altre autorità europee.

VALUTAZIONI

- i) Con riguardo ai casi in cui la competenza permane in capo alla Commissione, in ragione di particolari situazioni economico-patrimoniali riferibili all'emittente, si osserva, in primo luogo, che la sussistenza di "*elementi di incertezza sulla continuità aziendale dell'emittente*", è in realtà ancorata a specifici elementi riscontrabili in concreto, come si evince dall'inciso normativo "*come risultanti dall'informativa di bilancio, dalle relazioni degli organi di controllo dell'emittente o dalla relazione della società di revisione*". Pertanto, tale presupposto si riterrà integrato laddove, in uno di tali documenti, ci sia un chiaro riferimento a profili di incertezza sulla continuità aziendale, essendo questo un dato oggettivo rilevabile.

Quanto, invece, alla sussistenza di "*operazioni di risanamento*", va anche in questo caso precisato che si tratta di nozioni non indefinite, in quanto trovano aggancio in definizioni giuridiche che sono rinvenibili all'interno del D.Lgs 12 gennaio 2019, n. 14 aggiornato al D.Lgs. 13 settembre 2024, n. 136 (Codice della Crisi di Impresa e dell'Insolvenza) e nelle normative di settore (*cfr.* la modifica del comma 3, lettera b, dell'articolo 8-*bis*).

Con riferimento alla proposta di espungere dalla norma il riferimento alla nozione di "*derivato complesso con struttura innovativa*", sull'assunto che tale fattispecie sia carente sul piano della tassatività, va osservato che l'ipotesi di rimessione alla Commissione riguarderà un numero limitato di casi. La previsione si riferisce, infatti, ad una obbligazione con una struttura innovativa e, pertanto, non in linea con le caratteristiche di standardizzazione e serialità dei titoli che ispirano la *ratio* della modifica proposta al Regolamento Emittenti.

Proprio in ragione della citata *ratio* si è ritenuto altresì di specificare che la rimessione alla Commissione può riguardare anche quei titoli che, pur apparentemente seriali e standardizzati, presentano una struttura con elementi di novità e complessità (*cfr.* nuova formulazione del comma 3, lettera e, dell'art. 8-*bis*). Anche in questo caso, la rimessione alla Commissione andrà a riguardare un numero limitato di casi, risultando peraltro ancorata ai citati criteri di novità e complessità che saranno apprezzati in base alla fattispecie concreta.

Quanto al suggerimento di prevedere un periodo transitorio per l'effettiva efficacia della casistica relativa ai "*titoli con valore e/o sottostante riferibili a cripto-attività*", nell'apprezzare positivamente lo spunto fornito dallo *stakeholder*, si precisa che tale disposizione, come del resto tutte le modifiche oggetto della presente relazione, verranno valutate con cadenza periodica nell'ambito della consueta attività di VIR condotta dagli Uffici e all'esito della piena entrata a regime del MiCAR.

In generale, per quanto riguarda il procedimento soprattutto nei casi in cui si ravvisa una ipotesi di rimessione alla Commissione si può rilevare che: (i) gli uffici competenti potranno appurare la sussistenza di tali particolari situazioni nell'interlocuzione con l'emittente che richiede l'approvazione del prospetto già nella fase del *prefiling*; (ii) in secondo luogo, si precisa che nel regolamento è stato aggiunto un apposito comma in cui si specifica che la

comunicazione di avvio del procedimento darà conto dell'eventuale ricorrenza di uno dei casi previsti dall'articolo (*cfr.* comma 4, dell'articolo 8-*bis*).

In definitiva, non si ravvisa in concreto il rischio di imponderabilità *ex ante* delle descritte situazioni.

- ii) Quanto all'opportunità di indicare una scansione temporale certa di approvazione del prospetto, integrando così la tempistica del processo istruttorio comunicata in data 21 febbraio 2024 (v. *supra* nota n. 1), si precisa che l'Istituto si doterà di una procedura interna nella quale saranno stabiliti i tempi procedurali della fase istruttorio e decisoria.
- iii) Infine, con riguardo alla necessità di definire un sistema di deleghe sufficientemente ampio o facilmente integrabile/modificabile che eviti rallentamenti nel processo autorizzativo, si rimanda a quanto precedentemente illustrato in relazione alle osservazioni dedotte da AMF Italia (v. *supra* pag. 4).

Il regolamento posto in consultazione è stato, altresì, oggetto di una ulteriore integrazione.

La modifica riguarda l'adozione del certificato di approvazione di cui all'articolo 25 del Regolamento (UE) 2017/1129 (Regolamento Prospetto). In particolare, nei casi in cui viene richiesta l'approvazione del prospetto in Italia, la Consob dovrà rilasciare il certificato di approvazione alle Autorità degli altri paesi in cui si svolge l'offerta. Posto che si tratta di un atto che costituisce un mero corollario dell'atto di approvazione del prospetto, è stato specificato che nei casi di approvazione del prospetto da parte del responsabile di divisione o di un suo delegato, questi adotta altresì il certificato di approvazione previsto dall'art. 25 del Regolamento Prospetto (*cfr.* nuovo comma 5 dell'art. 8-*bis*).

III. ENTRATA IN VIGORE DELLA NUOVA DISPOSIZIONE E ARTICOLATO FINALE DEL REGOLAMENTO EMITTENTI

La modifica regolamentare entra in vigore il trentesimo giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana. Per esigenze di chiarezza si fa, altresì, presente che la nuova normativa si applicherà esclusivamente alle istanze di approvazione dei prospetti, relativi ai titoli diversi dai titoli di capitale, presentate dopo l'entrata in vigore della disposizione stessa. Infine, si precisa che, nelle more della designazione del Vice Responsabile, il Responsabile della Divisione può delegare, anche in via generale, altro dirigente assegnato allo Staff della stessa Divisione ad adottare l'atto finale del procedimento di approvazione del prospetto e il certificato di approvazione di cui all'articolo 25 del regolamento prospetto.

Di seguito, in grassetto/barrato, sono evidenziate le modifiche apportate al testo regolamentare, ulteriori rispetto al testo sottoposto alla consultazione del mercato.

Parte II

(Appello al pubblico risparmio)

Titolo I

(Offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita di prodotti finanziari)

Capo II

(Disposizioni riguardanti i titoli e gli altri prodotti finanziari diversi dalle quote o azioni di OICR aperti)

Art. 8-bis

(Casi di Definizione del procedimento di approvazione del prospetto da parte del di personale con qualifica dirigenziale)

1. L'atto **finale del procedimento** di approvazione del prospetto, in qualunque forma presentato, delle sue parti costitutive sottoposte ad approvazione e dei supplementi, relativi ai titoli diversi dai titoli di capitale, è adottato dal Responsabile della Divisione **della Consob** competente per materia, ~~o in sua assenza o impedimento, dal sostituto del Responsabile della Divisione designato dalla Commissione che, allo scopo, può delegare anche in via generale il Vice Responsabile di Divisione.~~

2. Ai fini del presente articolo, per titoli diversi dai titoli di capitale, si intendono i titoli diversi da quelli indicati nell'art. 2, par. 1, lett. b), del regolamento prospetto, nonché da qualsiasi tipo di valore mobiliare che attribuisca il diritto di acquisire azioni o altri valori mobiliari equivalenti ad azioni mediante conversione o esercizio dei diritti che essi conferiscono, anche qualora tali valori mobiliari non siano emessi dall'emittente delle azioni sottostanti o da un'entità appartenente al gruppo di detto emittente. I titoli diversi dai titoli di capitale non includono le quote o azioni di OICR.

3. L'**atto finale del procedimento di** approvazione del prospetto resta attribuito alla Commissione qualora:

- a) sussistano elementi d'incertezza sulla continuità aziendale dell'emittente, come risultanti dall'informativa di bilancio, dalle relazioni degli organi di controllo dell'emittente o dalla relazione della società di revisione;
- b) l'emissione di titoli oggetto del prospetto sia parte di un'operazione di risanamento o ristrutturazione aziendale dell'emittente **ai sensi del dlgs 12 gennaio 2019, n. 14 ovvero delle normative di settore** o lo stesso sia soggetto a una procedura concorsuale;
- c) l'emittente abbia presentato formale richiesta di omissione dal prospetto di talune informazioni che devono esservi incluse ai sensi di quanto previsto dall'art. 18 del regolamento prospetto;
- d) l'approvazione sia richiesta da un emittente di un Paese terzo che intenda offrire al pubblico titoli, o chiedere l'ammissione alla negoziazione di titoli, avvalendosi di un prospetto redatto conformemente alla propria legislazione nazionale, ai sensi dell'art. 29 del regolamento prospetto;
- e) il prospetto riguardi titoli **aventi carattere di novità e complessità, nonché titoli** con valore e/o sottostante riferibili a crypto-attività o a derivati su crypto-attività o a derivati complessi con struttura innovativa.

4. Se gli Uffici competenti rilevano la sussistenza di una delle fattispecie previste dal comma precedente ne danno conto nella comunicazione di avvio del procedimento.

5. Nei casi previsti dal primo comma del presente articolo, il Responsabile della Divisione o il Vice Responsabile da questi delegato, adotta altresì il certificato di approvazione di cui all'articolo 25 del regolamento prospetto.

6. Il Responsabile della Divisione della Consob competente per materia informa periodicamente la Commissione, per il tramite del Direttore Generale, in merito **ai agli atti adottati prospettati approvati** ai sensi del primo e del quinto comma.