



Alla cortese attenzione della  
**CONSOB**  
**Divisione Strategie Regolamentari**  
Via G. B. Martini, n. 3  
00198 ROMA

Milano, 10 agosto 2018

**Oggetto: Osservazioni sul “Documento di consultazione” del giugno 2018 per l'adeguamento della normativa nazionale 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**

## 1. PREMESSA

Nel mese di giugno 2018 Consob ha avviato una pubblica consultazione, tramite la pubblicazione di un “documento di consultazione” (il “**Documento di Consultazione**”) al fine di raccogliere osservazioni in merito ad alcune proposte di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni contenute nel Regolamento (UE) 2017/1129 (il “**Regolamento Prospetto**”), finalizzato a sostituire la precedente “Direttiva Prospetto” 2003/71/CE.

Il Regolamento Prospetto ha, in sintesi e per quanto qui rileva, modificato – a far data dal 21 luglio 2018 – le disposizioni 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:

- (i) ha aumentato la soglia minima, da euro 100.000 ad euro 1.000.000, al di sotto della quale gli Stati membri non potranno esigere la pubblicazione di un prospetto d'offerta; mentre nel caso di offerte al di sotto di tale soglia viene unicamente prevista la possibilità per gli Stati membri di stabilire altri obblighi informativi, che non costituiscano però un prospetto informativo e comunque nella misura in cui detti requisiti non costituiscano un onere sproporzionato o inutile;
- (ii) ha attribuito agli Stati membri la discrezionalità di esentare dalla pubblicazione di un prospetto le offerte con un valore compreso tra euro 1.000.000 e una soglia superiore, che può essere ora fissata dai singoli Stati membri al massimo in euro 8.000.000 (al posto dei precedenti euro 5.000.000).

Stante che la normativa nazionale – ed in particolare l'art. 34-ter del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (il “**Regolamento Emittenti**”) – prevede attualmente l'esonero dall'obbligo di pubblicazione del prospetto per offerte pubbliche al di sotto di euro 5.000.000, il Documento di Consultazione si pone quale scopo quello di determinare le possibili scelte regolamentari ai fini dell'esercizio della sopra citata opzione di innalzare fino al valore massimo di euro 8.000.000 la soglia al di sotto della quale prevedere l'esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, nonché di prevedere altri eventuali obblighi informativi.



A tale fine, anche alla luce delle scelte fatte da alcuni tra i principali Stati membri della UE (ed in particolare dalla Francia), oltre che dell'esperienza italiana, nel Documento di Consultazione sono state individuate tre possibili alternative di modifica regolamentare.

Lo Studio DWF LLP Italian Branch sottopone all'attenzione di codesta Autorità le seguenti brevi osservazioni in merito alle proposte di modifica del Regolamento Emittenti contenute nel Documento di Consultazione.

## 2. LE PROPOSTE DI MODIFICA E LE OSSERVAZIONI DI DWF ITALY

Tra le tre opzioni individuate da Consob nel Documento di Consultazione, si ritiene che l'Opzione 2 sia quella che permette di meglio coniugare 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 intendano raccogliere capitali sul mercato, anche tramite i portali di *equity crowdfunding*.

Tale opzione consiste, in sintesi, nell'innalzamento della soglia di esenzione dalla pubblicazione del prospetto ad euro 8.000.000 solamente con riferimento:

- (i) alle offerte di titoli di capitale contestuali o successive alla quotazione in un mercato regolamentato o in un "mercato di crescita per le PMI" (*SME Growth Market*, che in Italia è rappresentato ad oggi solo dall'AIM), rimanendo ferma per tutte le altre offerte l'attuale soglia di euro 5.000.000;
- (ii) alle offerte realizzate tramite portali di *equity crowdfunding* (analogamente a quanto proposto in Francia da parte dell'AMF), le quali ad oggi sono effettuabili in Italia entro il limite di euro 5 milioni di valore.

Con particolare riferimento alle offerte realizzate tramite portali di *equity crowdfunding*, va infatti evidenziato come anche tali offerte (così come quelle contestuali o successive alla quotazione in un mercato regolamentato o in uno *SME Growth Market*) si svolgano in un "ambiente regolato", dal momento che i gestori dei portali sono soggetti autorizzati e vigilati dalla Consob, e che sono previsti dall'attuale regolamentazione una serie di importanti presidi ed obblighi informativi a tutela degli investitori, tra cui:

- a) l'obbligo per il gestore di fornire una serie di informazioni concernenti il portale e le caratteristiche e rischiosità degli investimenti sul portale, nonché l'obbligo per gli offerenti di fornire informazioni sulle singole offerte (i.e. sui rischi, sull'offerente, sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, etc.), tramite la compilazione di un documento standardizzato, di cui all'Allegato 3 del "Regolamento Crowdfunding";
- b) il diritto di recedere dall'ordine di adesione entro 7 giorni decorrenti dalla data dell'ordine per gli investitori diversi dagli investitori professionali;
- c) il diritto di revoca dell'adesione, previsto sempre per gli investitori diversi dagli investitori professionali, quando tra il momento dell'adesione e la chiusura dell'offerta siano sopraggiunte circostanze idonee a influire sulla decisione di investimento;
- d) l'obbligo di prevedere nello statuto delle società offerenti il diritto di recesso ovvero il diritto di co-vendita delle proprie partecipazioni in caso di mutamento del controllo societario, nonché l'obbligo di comunicazione e pubblicazione sul sito della società di eventuali patti parasociali.



L'Opzione 2 in esame prevede, inoltre, sul piano dei presidi informativi da fornire agli investitori in occasione delle offerte effettuate in esenzione da parte di emittenti quotati in mercati regolamentati o in uno *SME Growth Market*, che per tali società quotate, qualora esse effettuino offerte di titoli azionari rivolte agli investitori *retail* il cui controvalore sia inferiore a euro 8 milioni (e dunque esenti da prospetto), gli emittenti rendano note prima dell'offerta una serie di informazioni coincidenti con quelle richieste dalla Comunicazione della Consob DIE/13028158 del 4 aprile 2013, ed in particolare quelle relative: (i) alla congruità dei proventi dell'offerta in rapporto al fabbisogno finanziario corrente dell'emittente, (ii) alle modalità di esecuzione di eventuali impegni di sottoscrizione e (iii) limitatamente ai casi in cui sussistono incertezze in ordine alla prospettiva della continuità aziendale, ai rischi connessi all'eventuale mancato buon esito dell'operazione.

Si ritiene di condividere anche tale proposta di modifica dell'attuale normativa regolamentare e ci si permette di suggerire a tale riguardo:

- (i) di includere le sopra citate informazioni, come previsto nello stesso Documento di Consultazione (in alternativa alla loro inclusione nell'ambito delle relazioni illustrative per le assemblee di approvazione delle relative operazioni e nei comunicati *price sensitive* diffusi ad esito delle delibere assembleari o consiliari) in un documento informativo autonomo, non sottoposto ad alcuna preventiva autorizzazione della Consob;
- (ii) di predisporre un modello standardizzato di tale documento informativo, contenente le informazioni da fornire da parte dell'emittente e da inserire quale allegato al Regolamento Emittenti, così come avviene per le offerte relative alle campagne di *equity crowdfunding* con il documento informativo di cui al sopra citato Allegato 3 del Regolamento Crowdfunding. Tale modulo standardizzato, infatti, oltre ad essere di agevole utilizzo per le società offerenti, si è rivelato un utile strumento informativo per gli investitori, permettendo loro di effettuare una facile comparazione tra le offerte lanciate da diversi offerenti sullo stesso portale, o su più portali.

Con osservanza.

Avv. Giovanni Cucchiarato