



## **Introduzione**

1. Borsa Italiana manifesta apprezzamento per le proposte di modifica in consultazione che assicurano un corretto allineamento alla normativa comunitaria e introducono alcune semplificazioni per gli emittenti quotati e gli operatori del mercato.
2. Di seguito si riportano alcune osservazioni che riguardano le singole proposte di modifica regolamentare.

## **Commenti alle singole proposte regolamentari**

### **1. Ammissione alle negoziazioni**

Nel documento in consultazione si propone l'introduzione per la società di gestione del mercato dell'obbligo di comunicare alla Consob l'avvenuta presentazione di una domanda di ammissione alle negoziazioni o di un giudizio di ammissibilità "entro il giorno successivo alla presentazione della domanda da parte dell'emittente o di altra persona che chiede l'ammissione".

Al riguardo, si osserva che con riferimento al termine di decorrenza dell'adempimento informativo, conformemente alla regolamentazione del mercato, si deve far riferimento alla completezza della documentazione da produrre ai fini della procedura di ammissione.

Anche in considerazione della significatività di tale adempimento amministrativo soprattutto per quanto concerne i prodotti non equity, si chiede, in ogni caso, di organizzare un incontro per condividere i termini e le modalità di comunicazione con l'obiettivo di razionalizzare e semplificare i flussi informativi in un'ottica di efficienza ed economicità dei processi.

### **2. Esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto di quotazione**

Nel documento in consultazione si apportano una serie di modifiche volte a riallineare la disciplina regolamentare della Consob alle previsioni della direttiva Prospetto come di recente emendata.

Nell'articolato proposto, si nota che tale riallineamento determina, ad avviso della Consob, la necessità di sopprimere l'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto di quotazione di cui all'articolo 57, comma 1, lettera l) per i valori mobiliari "inclusi in una ammissione alle negoziazioni il cui corrispettivo totale calcolato all'interno dell'Unione Europea sia inferiore a 5.000.000 euro"<sup>[1]</sup>.

Al riguardo, si osserva che nella direttiva prospetti, le emissioni di importo limitato (inferiori a 5 ML ai sensi dell'articolo 1, comma 2 lettera h della direttiva) non costituiscono esenzioni dall'obbligo di pubblicare un prospetto ma sono escluse *dall'ambito di applicazione della direttiva. Di conseguenza, come tali, non dovrebbero essere soggette all'obbligo di pubblicazione del prospetto di sollecitazione né di quello di quotazione.*

Ad oggi tale impostazione era stata riflessa nell'ordinamento italiano che considera le emissioni di importo limitato sia un caso di inapplicabilità della disciplina dell'offerta ai sensi dell'articolo 100 del Testo Unico della Finanza e dell'articolo 34-ter del Regolamento Consob sia un'ipotesi di esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto di quotazione ai sensi dell'articolo 57, comma 1 lettera l) del Regolamento Consob.

Il cambiamento proposto in consultazione determinerebbe, tuttavia, un regime più rigoroso per le ammissioni alle negoziazioni delle emissioni di importo limitato (si pensa soprattutto alle emissioni obbligazionarie) e per gli aumenti di capitale delle società a bassa capitalizzazione.

Ad oggi infatti, le emissioni obbligazionarie di importo inferiore a 5 ML sono offerte e ammesse sul mercato in assenza di prospetto, assicurando time to market all'emittente senza però sacrificare gli aspetti informativi iniziali e di periodo.

Gli elementi informativi al momento dell'ammissione sono infatti assicurati da una documentazione di ammissione che viene richiesta da Borsa Italiana e messa a disposizione del pubblico.

La proposta in consultazione incidendo sui tempi e sui costi di emissione potrebbe determinare un cambiamento di comportamento degli emittenti. Infatti, si potrebbe verificare che tali strumenti continuino ad essere emessi e collocati in assenza di prospetto ma non sia più chiesta l'ammissione al mercato regolamentato. Se così fosse si perderebbero i presidi informativi iniziali garantiti da Borsa Italiana attraverso un facile accesso alle informazioni e quelli di periodo derivanti dallo status di emittente quotato.

---

<sup>[1]</sup> Per tali tipologie di emissioni rimarrebbe valida, ad avviso di Consob, l'esenzione di cui alla lettera a) del medesimo articolo, ove ne ricorrerono i presupposti (ossia deve trattarsi di "azioni che rappresentino meno del 10% del numero di azioni della stessa categoria già ammesse alle negoziazioni).

Anche alla luce delle ultime riforme legislative volte a incentivare da parte delle PMI il ricorso a canali di finanziamento alternativi al debito bancario, è stato recentemente manifestato da parte di diversi emittenti corporate (quotati e non quotati) l'interesse a quotare emissioni obbligazionarie di importo limitato. La struttura dell'operazione e i connessi costi, in considerazione dell'importo, depongono per una procedura di ammissione semplificata.

Inoltre, per quanto riguarda gli aumenti di capitale di **importo inferiore ai 5 ML**, si osserva che l'esenzione dall'obbligo di pubblicare il prospetto di quotazione, laddove le nuove azioni rappresentino meno del 10% rispetto al capitale sociale, potrebbe non essere in concreto utilizzabile dagli emittenti di piccole dimensioni. Per tali emittenti, infatti, emissioni anche di ammontare ridotto (fino 5 milioni) possono essere significative rispetto alla struttura del capitale e quindi superare la soglia di esenzione del 10%.

In tali casi, la proposta in consultazione sembrerebbe richiedere un nuovo prospetto di quotazione, determinando un elevato gradino regolamentare rispetto a una società non quotata che sarebbe esente dal prospetto di offerta.

Alla luce delle considerazioni sopra espresse, si ritiene che l'eliminazione dell'esenzione dall'obbligo di pubblicare un prospetto di quotazione rappresenterebbe un importante disincentivo all'avvicinamento delle PMI al mercato.

## 2. Fine tuning

- Attualmente, l'articolo **57**, commi 2 e 3, reca una disciplina dettagliata con riguardo sia al documento e alle informazioni rilevanti ai fini del giudizio di equivalenza sia con riferimento alla definizione di "reverse merger". Questo in quanto, come noto, l'articolo 117bis, comma 2, del Testo Unico della Finanza ha delegato Consob a stabilire disposizioni specifiche relative a tale tipologia di operazioni<sup>1</sup>. A livello di propria regolamentazione Consob ha quindi fissato soglie dimensionali, indicatori e modalità di calcolo per definire l'ambito di applicazione dell'articolo 117bis del TuF.

Nel documento di consultazione si propone l'abrogazione dei commi 2 e 3 dell'articolo 57 del Regolamento Emittenti al fine di disciplinare in apposite linee guida e non a livello regolamentare gli obblighi informativi. Attraverso questa abrogazione si sono tuttavia eliminati anche i riferimenti definatori delle

---

<sup>1</sup> Con riferimento a tali operazioni, esse sono infatti individuate dalle legge esclusivamente sulla base di indicazioni qualitative ossia "quando l'entità degli attivi (...), diversi dalle disponibilità liquide e dalle attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni, sia significativamente inferiore alle attività della società incorporata".

operazioni rilevanti ai fini dell'articolo 117bis del TUF che andrebbero a nostro avviso ripristinati, almeno a livello di linee guida, in quanto forniscono certezza operativa e risultano condivisi dall'industria.

- L'applicazione dell'art. 65-bis comma 2, Regolamento Emittenti – che ora viene estesa correttamente per alcuni documenti (v. nel doc. di consultazione alle pag. 59-64) dovrebbe essere estesa per coerenza complessiva anche a quelli richiamati nell'art. 81 comma 2 (in modo da comprendere anche la relazione dei revisori), così standardizzando ulteriormente i flussi informativi.
- Per quanto riguarda il riferimento alle modalità di diffusione delle informazioni regolamentate via SDIR (o in proprio) si segnala che in alcune disposizioni si fa rinvio – con formula sintetica - al “Capo I “(del Titolo II) (v. art. 66, 68, 69-novies, 87-bis, 89, 102, 103, 115, 116, 116-ter, 122, 122-bis, 144-bis, 144-octies, 144-novies), in altre si richiamano analiticamente gli “articoli 65-quinques, 65-sexies e 65-septies” (v. art. 70, 70-bis, 71, 72, 73, 74, 77, 81, 82, 83-bis, 84, 84-bis, 84-ter, 84-quater, 85, 85-bis, 85-ter); sul punto si propone di adottare una modalità redazionale omogenea.
- Si suggerisce infine di abrogare gli artt. 123 e ss., del Regolamento Emittenti in quanto il legislatore ha eliminato l'art. 120, comma 3, TUF (obblighi di comunicazione delle partecipazioni in società non quotate/s.r.l.).

**Fabrizio Plateroti**, Regulation- Post Trading, Borsa Italiana, +39 02 72426 383  
[fabrizio.plateroti@borsaitaliana.it](mailto:fabrizio.plateroti@borsaitaliana.it)