

STUDIO LEGALE ASSOCIATO
IN ASSOCIAZIONE CON CLIFFORD CHANCE
PIAZZETTA M.BOSSI, 3
20121 MILAN
TEL +39 02 806341
FAX +39 02 80634200
VIA DI VILLA SACCHETTI, 11
00197 ROME
ITALY
TEL +39 06 422911
FAX +39 06 42291200
www.cliffordchance.com

Milano, 24 maggio 2013

Spett. le CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
via G.B. Martini 3
00198 Roma

Osservazioni al documento di consultazione del 3 maggio 2013 relativo a proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di prospetto, comunicazioni *price sensitive*, diritti dei soci, offerte pubbliche di acquisto o di scambio e altre proposte di modifica

In allegato alla presente si trasmettono brevi osservazioni ad alcune delle modifiche regolamentari proposte con il documento di consultazione in oggetto, divise in due sezioni secondo l'ordine del documento stesso.

A disposizione per ogni eventuale confronto, si inviano i migliori saluti.

Avv. Paolo Sersale/Avv. Massimiliano Bianchi/Avv. Valentina Russo

1. **MODIFICHE NECESSITATE DAL MUTATO QUADRO NORMATIVO
COMUNITARIO E NAZIONALE**

1.1 **Modifiche conseguenti al recepimento della Direttiva Prospetto e della Direttiva
Transparency come modificate dalle Direttive 2010/73/UE e 2010/78/UE**

❖ Art. 3, lett. b

La precisazione secondo la quale "*qualsiasi decisione di investire nei prodotti finanziari dovrebbe basarsi sull'esame da parte dell'investitore del prospetto completo*" non appare necessaria per le medesime motivazioni che hanno spinto la Commissione a eliminare la previsione contenuta nell'art. 5, comma 4 (trattasi cioè di avvertenza ora contenuta nell'Allegato XXII al Regolamento 809/2004/CE).

❖ Art. 11, comma 1, lett. b

La previsione che richiede la presentazione, insieme ad una copia del prospetto approvato, di una copia del prospetto redatto in una lingua accettata dalle autorità competenti di ogni Stato membro ospitante ovvero in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale non appare corretta qualora l'Italia sia lo Stato membro d'origine e l'offerta si svolga solo in altri Stati membri. In tal caso, infatti, ai sensi delle previsioni della Direttiva Prospetto, come recepite nell'art. 12 del Regolamento Emittenti, il prospetto potrebbe già essere redatto in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale (e nessuna traduzione sarebbe pertanto richiesta). Sarebbe preferibile utilizzare una formulazione più generica, e richiedere una copia del prospetto approvato "*nonché, ove applicabile ai sensi dell'art.12, una copia del prospetto redatto in una lingua accettata dalle autorità competenti di ogni Stato membro ospitante ovvero in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale.*"

❖ Art. 12, comma 4

Seppur non oggetto di consultazione, si coglie l'occasione per evidenziare l'opportunità di migliorare la formulazione del comma 4 dell'art. 12. In particolare, e anche sulla scorta delle modifiche proposte dalla Commissione ai commi 2 e 3 dell'articolo in commento, sembra opportuno fare riferimento alla messa a disposizione del prospetto, piuttosto che alla redazione, quando l'Italia sia Stato membro ospitante (in linea peraltro con la formulazione

adottata nel corpo dell'articolo 19 della Direttiva Prospetto). In tal caso, infatti, il prospetto sarà redatto nella lingua richiesta dallo Stato membro d'origine, mentre sarà messo a disposizione in lingua italiana, ovvero in una lingua comunemente accettata nel mondo della finanza internazionale – con traduzione della nota di sintesi in italiano – ai fini dell'offerta (anche) in Italia.

❖ Art. 57

Suscita perplessità l'eliminazione della lett. l) dell'articolo in questione, motivata con l'intento di allineare la disciplina in materia a quanto previsto dall'art. 1 della Direttiva Prospetto. Il menzionato articolo 1, infatti, prevede l'inapplicabilità *in toto* delle previsioni della Direttiva medesima (e, pertanto, sia delle previsioni in tema di offerta al pubblico che di quelle in tema di ammissione alle negoziazioni) a strumenti finanziari inclusi in un'offerta qualora il corrispettivo totale dell'offerta sia inferiore ad Euro 5.000.000. Pertanto, in virtù della proposta eliminazione, potrebbe aversi il caso di strumenti finanziari inclusi in un'offerta con corrispettivo totale inferiore all'ammontare sopra indicato, per i quali non sarebbe richiesto un prospetto di offerta ai sensi dell'art. 34-ter, ma sarebbe tuttavia richiesto un prospetto di quotazione ogni qualvolta (i) trattasi di azioni che rappresentino più del 10% del numero di azioni della stessa categoria già ammesse alla negoziazioni, ovvero (ii) trattasi di strumenti finanziari diversi dalle azioni. Tale risultato non appare pertanto in linea con il disposto del citato articolo 1 della Direttiva Prospetto.

In merito alla proposta eliminazione del comma 3 dell'articolo in commento, si concorda con l'orientamento della Commissione di adottare un approccio flessibile, piuttosto che definire a livello generale e sotto forma di schema le informazioni da includere nel documento ai fini dell'equivalenza, anche in considerazione della recente pubblicazione della Comunicazione DIE/3037777 del 3 maggio 2013.

Ai fini di maggiore certezza in merito ai relativi contenuti informativi e, conseguentemente, di una maggiore celerità nello svolgimento del procedimento istruttorio, sembrerebbe invece opportuno il mantenimento del comma 2 dell'articolo in commento, relativo alle c.d. fusioni inverse. In questo caso, infatti, trattasi di una particolare e specifica categoria di fusione (in riferimento alla quale il legislatore ha deciso di dedicare una norma *ad hoc* nell'ambito del TUF, con ovvie finalità antielusive della disciplina relativa al processo di quotazione). L'attuale previsione regolamentare contenuta nel

comma 2 assolve pertanto ad una duplice funzione; da un lato, infatti, definisce l'ambito applicativo dell'art. 117-bis del TUF, ovvero individua i casi in cui l'entità degli attivi della società quotata incorporante sia da ritenersi significativamente inferiore alle attività dell'incorporata. Dall'altro lato la norma individua un *set* informativo ai fini del giudizio di equivalenza che, proprio in virtù delle finalità antielusive che si vogliono tutelare, è strutturalmente più corposo di quello previsto nelle operazioni di fusione diverse da quelle in commento (così come ad oggi individuato, seppur non in maniera esaustiva, dalla citata Comunicazione DIE/3037777), ma allo stesso tempo è più coerente con la tipologia di operazione concretamente posta in essere. Mentre infatti la citata Comunicazione elenca, tra gli altri elementi che nella prassi applicativa hanno caratterizzato documenti ritenuti equivalenti da Consob, anche le informazioni finanziarie storiche, tali informazioni non sono invece richieste ai sensi dell'attuale comma 2 nell'ambito delle fusioni inverse *"stante la preponderante rilevanza che assumono le attività della società incorporata rispetto a quelle dell'incorporante quotata (l'emittente) e, conseguentemente, la scarsa significatività delle stesse ai fini della comprensione degli effetti della fusione"* (si veda a tal proposito il documento del 4 maggio 2007 contenente gli esiti della consultazione sulle modifiche al Regolamento Emittenti ai fini dell'attuazione dell'art. 117-bis del TUF).

Con riferimento, infine, al testo del comma 8 dell'articolo in commento nella versione posta in consultazione, si condivide la necessità di disciplinare il procedimento istruttorio in maniera più dettagliata, in considerazione del fatto che il giudizio di equivalenza presenta complessità analoghe che avvicinano l'istruttoria a quella di approvazione di un vero e proprio prospetto. Tuttavia, se pur simili, i due procedimenti istruttori sono comunque diversi, soprattutto in considerazione di un termine finale nell'ambito delle operazioni straordinarie (la data di efficacia della fusione/scissione). In ragione di ciò, sembrerebbe opportuno che la tempistica delle varie fasi del procedimento istruttorio sia definita in maniera maggiormente dettagliata e, pertanto, che vengano introdotti dei termini precisi, oltre che con riferimento al rilascio del giudizio di equivalenza, anche con riferimento a possibili richieste istruttorie da parte di Consob. Tenuto fermo il termine di almeno 30 giorni antecedenti la data di efficacia dell'operazione, nonché il termine di 10 giorni lavorativi per il rilascio del giudizio di equivalenza (che decorre dal giorno in cui le eventuali richieste istruttorie di Consob sono stata soddisfatte), si potrebbe prevedere un termine di 10 giorni lavorativi in capo all'Autorità ai fini della richiesta di informazioni supplementari, e uno speculare termine di 10 giorni lavorativi in capo alla società richiedente al fine di ottemperare a tali richieste istruttorie.

❖ Allegati 1A e 1I

Non è chiara la semplificazione cui mira la precisazione inserita nell'Allegato 1A al punto 1), e cioè che "*Le informazioni contenute nei facsimili, qualora siano rilevabili da documenti allegati alla comunicazione, possono essere omesse purché sia fatto esplicito richiamo a tali documenti (tranne la sintetica descrizione dell'offerta, l'indicazione dei soggetti che la promuovono, l'attestazione dei presupposti dell'offerta e le sottoscrizioni, richieste direttamente dall'art. 4 del Regolamento 11971 del 1999).*" In considerazione delle eccezioni introdotte con la precisazione, sembrerebbe potersi omettere solo la dichiarazione di conformità agli schemi e di responsabilità del prospetto. Ai fini di maggiore chiarezza, sarebbe pertanto preferibile volgere in positivo la precisazione e indicare chiaramente quale informazione può essere omessa purché sia fatto esplicito richiamo a documenti allegati.

Al punto 1)A)(b) (Oggetto della comunicazione), appare corretta la precisione relativa ad "*offerte al pubblico che prevedono anche l'ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari*", mentre appare ridondante, oltre che giuridicamente non precisa, l'indicazione relativa all'IPO, che pertanto andrebbe eliminata. Il commento è analogo con riferimento al punto 1)B)b) e al punto 1)C)b).

Sempre con riferimento al punto 1)B)b), il riferimento al comma 5 dell'articolo 5 del Regolamento Emittenti - nella parte relativa al caso di offerte al pubblico che prevedono anche l'ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari - dovrebbe essere correttamente sostituito con il riferimento al comma 4-bis (il riferimento normativo è stato invece correttamente riportato nella parte relativa al caso di sola offerta pubblica). Nella parte relativa al caso di mera ammissione alle negoziazioni, infine, non è chiara la precisazione secondo cui "*Qualora non si abbia certezza sulla tipologia di operazione per la quale il documento di registrazione verrà utilizzato, fare riferimento soltanto agli articoli 94, comma 4 del Decreto legislativo n. 58/1998 e agli articoli 4 e 5, comma 4-bis, del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come integrato e modificato*". Poiché la parte in commento è dedicata alla comunicazione nel caso di mera ammissione alle negoziazioni, non si comprende quali possano essere i motivi di incertezza in tal caso e perché debba farsi riferimento alle norme dedicate all'offerta al pubblico.

In relazione al punto 1)C)b), non appare corretta l'eliminazione del riferimento al comma 4 dell'art. 94 del TUF e all'articolo 5, comma 5 del Regolamento Emittenti.

Con riferimento, infine, al punto 2)A)j) dell'Allegato 1A e al punto 2, Tavola 1, lett. e) dell'Allegato 1I, sarebbe opportuno precisare la necessità di allegare la copia tradotta del prospetto, ove richiesta ai sensi delle previsioni dell'art. 12, per le medesime motivazioni illustrate con riferimento alla modifica proposta all'art. 11 del Regolamento.

1.2 Modifiche di coordinamento con il decreto legislativo 11 ottobre 2012, n. 184

❖ Art. 65-septies

Non sono chiare le motivazioni dell'inserimento del comma 3-bis nell'articolo in commento e perché si vogliono "coprire" alcune situazioni rispetto ad altre. Mentre sono state infatti correttamente eliminate - in virtù della modifica apportata all'art. 114 del TUF dal d.lgs. 184/20120 - le previsioni relative agli obblighi di *dissemination* (e ai connessi obblighi di *storage e filing*) in capo a emittenti controllanti non ammessi alle negoziazioni, sembrerebbe invece opportuna una disciplina organica delle modalità di adempimento degli obblighi di diffusione (nonché di stoccaggio e deposito, ove applicabili) nel caso di controllanti (emittenti valori mobiliari ovvero emittenti strumenti finanziari) in relazione a società controllate (emittenti valori mobiliari ovvero emittenti strumenti finanziari). Trattandosi in entrambi i casi di società ammesse alle negoziazioni, potrebbe ad esempio prevedersi che gli obblighi sopra descritti incombano in capo alla società controllata, la quale vi adempierà a seconda della specifica disciplina ad essa applicabile (ovvero, se trattasi di emittente valore mobiliare, secondo quanto previsto dagli artt. 65-quinquies, 65-sexies e 65-septies del Regolamento Emittenti, se trattasi di emittente strumenti finanziari, secondo quanto previsto dall'art.65-opties nella formulazione posta in consultazione).

2. ALTRE MODIFICHE DERIVANTI DALLA PRASSI APPLICATIVA

❖ Art. 109

Suscita perplessità la modifica proposta all'articolo in commento. Nell'ambito del documento di consultazione relativo a proposte di modifiche al Regolamento Emittenti ai fini della c.d. seconda semplificazione regolamentare (documento di consultazione del 22 marzo 2012), oltre a

proporsi la modifica dei criteri per l'individuazione degli emittenti diffusi, è stata infatti anche proposta (e successivamente avallata dal documento sugli esiti della consultazione) la modifica della disciplina relativa agli adempimenti di pubblicazione delle informazioni in capo agli emittenti diffusi. In quell'ambito, la Commissione, proponendo alcune modifiche all'art. 109, aveva individuato nel sito internet il mezzo di comunicazione più appropriato, congiuntamente all'invio del comunicato ad almeno due agenzie di stampa. Il ricorso allo SDIR, invece, è stato considerato una "*modalità alternativa alla pubblicazione sul sito internet dell'emittente*". La stessa logica (sito internet ovvero SDIR in alternanza tra loro) aveva guidato la Commissione nelle proposte di modifica degli articoli 110 e 111. Pertanto, qualora la Commissione abbia nel tempo mutato il proprio orientamento, le medesime modifiche dovrebbero essere apportate, per coerenza, anche agli articoli 110 e 111; in caso contrario, la norma in commento non dovrebbe subire modifiche.