

COMITATO DEGLI OPERATORI DI MERCATO E DEGLI INVESTITORI

Considerazioni in merito alla consultazione

“MODIFICHE AL REGOLAMENTO EMITTENTI IN MATERIA DI PROSPETTI”

Il Comitato ha preso in esame il documento di consultazione concernente modifiche al Regolamento Emittenti in materia di prospetti (Documento di consultazione 23 dicembre 2021) avvalendosi del gruppo di lavoro “Accesso al Mercato dei capitali”.

Preliminarmente è opportuno sottolineare che la semplificazione delle regole e delle procedure di quotazione si deve inserire nel contesto delle iniziative di revisione del quadro legislativo italiano, che si auspica sia ispirato al principio di proporzionalità dei controlli sul prospetto, con l’obiettivo di ridurre non solo le tempistiche e gli adempimenti, ma anche gli oneri e le incertezze correlate alla prassi italiana che eccede l’ambito della verifica di completezza del prospetto informativo. Ulteriormente, occorre tenere in considerazione anche il regime di responsabilità civile, particolarmente penalizzante, che grava in Italia su tutti i soggetti a vario titolo coinvolti nella redazione e approvazione del prospetto e che non trova eguali negli altri ordinamenti degli Stati appartenenti all’Unione europea. Il disarmonico quadro normativo determina un vantaggio concorrenziale nell’ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari diversi da quelli azionari, anche in ragione delle prassi di vigilanza che risultano preferite per velocità e prevedibilità.

Preliminarmente il Comitato richiama tutte le considerazioni già espresse nel parere reso in relazione alla consultazione della Commissione UE sul Listing Act ed alle correlate indicazioni fornite dal Comitato ad hoc di esperti (“TESG Final report of the Technical Expert Stakeholder Group on SMEs”) con l’obiettivo di fornire proposte concrete volte a semplificare e omogeneizzare ulteriormente la normativa europea di riferimento. In primo luogo, è opportuno prevedere un limite dimensionale alla lunghezza del prospetto, richiamando l’indicazione del TESG tesa ad invitare gli emittenti (attraverso specifiche linee guida) a redigere prospetti non più lunghi di 300 pagine, salvo eccezioni motivate. Ulteriormente, è necessario individuare criteri e modalità per accelerare i processi nel caso di emissioni da parte di società già quotate sui mercati regolamentati e per i passaggi da un mercato non regolamentato (ma già accessibile ai risparmiatori) ad un mercato regolamentato, riducendone i costi e semplificando l’iter procedimentale, attualmente complicato e frammentato.

In ogni caso, al fine di conseguire un incremento sostanziale nell'efficienza del processo di approvazione del prospetto è necessario modificare la prassi con cui vengono effettuate le istruttorie, che spesso comporta della Consob una forma di "due diligence" sui contenuti del prospetto e di "re-drafting" di alcune sezioni, che si sovrappone all'attività già svolta e che comporta una dilatazione delle tempistiche, così adeguando la prassi a quella seguita in Europa, che prevede un controllo sulla completezza del prospetto, che tuttavia non sconfina nel merito dei contenuti delle singole sezioni.

Ciò premesso, il documento di consultazione è valutato positivamente nella misura in cui si ispira quanto più possibile alla disciplina ed alle prassi di vigilanza dei principali mercati europei. In tale prospettiva, in riferimento agli ambiti indicati nella consultazione, si rappresentano le osservazioni relative alle proposte volte ad: 1) allineare i termini di approvazione del prospetto con la legislazione europea; 2) potenziare il c.d. *pre-filing*; 3) autorizzare la redazione del prospetto informativo in lingua inglese per offerte promosse in Italia quale stato membro di origine; 4) valutare l'opportunità di ulteriori semplificazioni nonché 5) apportare talune modifiche formali al testo regolamentare per chiarirne meglio la portata.

1. Allineamento dei termini di approvazione con la normativa europea

Le modifiche regolamentari articolano la verifica di completezza in due fasi: a) una verifica preliminare della sola completezza della prima bozza di prospetto (domanda di approvazione), ad esito della quale Consob comunica le eventuali "cause di incompletezza" della domanda (nuovo comma 1 dell'art.8), senza quindi indicare le modifiche e le informazioni supplementari necessarie (o quantomeno non tutte); b) una seconda fase, nella quale si applica l'articolo 20, paragrafo 4, del Regolamento Europeo (e quindi viene valutata complessivamente la completezza, la comprensibilità e la coerenza), all'esito della quale Consob comunica le modifiche o le informazioni supplementari richieste.

Il Regolamento Europeo prevede invece che la verifica di completezza avvenga contestualmente a quelle di comprensibilità e coerenza, in occasione della presentazione della prima bozza di prospetto. Ove, ad esito di tale verifica, si accertino delle carenze, l'Autorità comunica tale circostanza, specificando le modifiche e le informazioni supplementari necessarie, fermo restando che nel caso in cui permangano carenze in queste informazioni nella risposta, l'Autorità può comunque indicare ulteriori modifiche e informazioni supplementari.

Al fine di allineare i tempi di approvazione del prospetto previsti dal Regolamento Emittenti con la normativa europea, si propone di modificare l'art. 8, del Regolamento Emittenti, prevedendo in coerenza con quanto

riportato all'art. 20, par. 2 e 4 del Regolamento Europeo 1129/2017, che: i) Consob comunichi l'approvazione del prospetto entro dieci giorni lavorativi dalla presentazione del progetto di prospetto; ii) qualora Consob accerti che la bozza di prospetto non risponda ai criteri di completezza, coerenza e comprensibilità o che siano necessarie modifiche o informazioni supplementari, si applichi il termine di 10 giorni. A tale riguardo, in relazione al comma 4 dell'art. 20 del Regolamento Prospetti, si rappresenta l'opportunità di prevedere che il termine da applicare, nel caso si siano rese necessarie integrazioni, sia ridotto a 5 giorni in considerazione dell'intervenuta riduzione della documentazione da esaminare ai fini dell'approvazione del prospetto.

In alternativa, si propone di "non" individuare nella regolamentazione nazionale i termini di approvazione del prospetto, rinviando al Regolamento Europeo (art. 20, comma 4), per le offerte che ricadono nel relativo ambito di applicazione. Ciò consentirebbe di assicurare maggiore conformità alla disciplina europea ed una maggiore linearità della procedura.

2. Potenziamento del c.d. "prefiling"

Un rafforzamento del *pre-filing*, già previsto nel Regolamento Emittenti e nella prassi del procedimento di approvazione dei prospetti da parte degli Uffici della CONSOB per alcune specifiche dell'operazione, può contribuire allo snellimento dell'iter procedimentale, ma non può prescindere dalla determinazione dei termini di approvazione. E' da valutare, al contrario, la riduzione dei termini massimi di approvazione, ad esempio i 40 giorni lavorativi nei casi previsti dall'art. 20, par. 3 del Regolamento Prospetto, fermi restando i poteri di intervento nel caso di modifiche sostanziali del prospetto, come delineate dall'art. 8 comma 5 del Regolamento Emittenti.

Pertanto, ad evitare che il *pre-filing*, diversamente dagli obiettivi per cui è stato previsto, determini un allungamento dei tempi di istruttoria e di approvazione del prospetto, è necessario che le linee guida che nei prossimi mesi la Consob intende emanare in argomento individuino non solo gli elementi informativi utili all'Autorità ai fini dell'esame preliminare e le modalità più efficaci di rappresentazione nel prospetto dei principali profili informativi ma fissino anche tempi certi di risposta da parte della Consob e più in generale includano l'introduzione di una pianificazione del calendario concertata tra l'Autorità e l'emittente.

Per assicurare la celerità dell'istruttoria ed evitare che la pre-istruttoria determini in concreto una dilatazione senza alcun limite di durata della fase preliminare, è comunque necessario disciplinarne il procedimento, prevedendo:

- a) che l'emittente e/o l'offerente presenti formalmente una bozza di prospetto alla Consob e non che vi sia una mera illustrazione degli elementi dell'offerta. In tal modo, la procedura avrebbe una data di avvio certa ed un documento tendenzialmente completo (a tal fine si potrebbe prevedere con apposite linee-guida che alcune tipologie di informazioni possano essere omesse nella fase di *pre-filing* in quanto non ancora definite);
- b) che la Consob formuli le sue eventuali osservazioni e richieste integrative attraverso una risposta scritta di cui l'emittente o l'offerente potrà tener conto nella presentazione della domanda di approvazione con cui si apre la procedura di *filing*, evitando la reiterazione del confronto con l'Autorità;
- c) che la Consob disponga di un termine massimo per fornire queste osservazioni o richieste nella fase di *pre-filing* (ad esempio 30 giorni).

3. Regime linguistico del prospetto

E' da valutare positivamente la proposta volta ad introdurre la possibilità di utilizzare la lingua inglese quando l'Italia è lo Stato membro di origine e le offerte sono svolte in tutto od in parte nel territorio nazionale, a condizione che la nota di sintesi, così come accade in altri paesi europei, sia tradotta in lingua italiana, al fine di preservare i presidi di tutela informativa degli investitori individuali. Appare tuttavia opportuno chiarire i profili di responsabilità che un emittente avente sede in Italia, e che desideri redigere il prospetto in inglese, si assume nel rilasciare la dichiarazione riportata nella documentazione da allegare alla domanda di approvazione del prospetto (Allegato 1 A. 2 del documento in consultazione) con riferimento alle informazioni incluse nel prospetto tratte da documenti originali redatti in lingua italiana.

L'articolato posto in consultazione richiede che, pure nel caso in cui il prospetto sia redatto in lingua inglese, gli emittenti trasmettano gli allegati alla domanda di approvazione in lingua italiana (con alcune eccezioni relative all'*incorporation by reference* ed all'appendice al documento di registrazione contenente le informazioni fondamentali sull'emittente). Poiché tra gli allegati alla domanda di approvazione rientrano anche le bozze di prospetto, se ben s'intende, offerenti ed emittenti dovrebbero di fatto redigere tali bozze in duplice versione. Ne deriverebbe un significativo aggravio di costi che, di fatto, renderebbe irragionevole la pubblicazione del prospetto nella sola lingua inglese ed eliderebbe i benefici che la nuova disciplina si propone di assicurare. Si suggerisce di consentire ad emittenti ed offerenti di presentare la domanda di approvazione interamente e unicamente in inglese.

4. Ulteriori semplificazioni del procedimento

Sono da valutare favorevolmente le proposte riportate nella consultazione volte a delimitare gli ambiti di discrezionalità nella valutazione della completezza della domanda di approvazione del prospetto, nonché quelle tese a ridurre le informazioni previste dagli Allegati 1A e 1C del Regolamento Emittenti. A tale riguardo, è sicuramente condivisibile la scelta - per quanto concerne l'elenco dei documenti da allegare alla domanda di approvazione - di eliminare quelli contenenti le informazioni già richieste dagli schemi di prospetto previsti dalla disciplina europea, al fine di evitare duplicazioni, e quelli che nella prassi non hanno mai evidenziato profili di attenzione ai fini dell'istruttoria.

In una prospettiva di ulteriore semplificazione e velocizzazione del procedimento è auspicabile una riduzione all'ambito proprio dell'istruttoria sul prospetto, eliminando la richiesta di ulteriori documenti e informazioni intese a verificare la conformità dell'emittente all'intera disciplina ad esso applicabile, come accade in relazione ai controlli che sono anticipatamente effettuati sulla procedura delle operazioni con parti correlate e sui requisiti di indipendenza dei componenti degli organi di amministrazione e controllo. Ad esempio, al fine di esercitare il controllo sul prospetto nell'ambito che gli è proprio, si dovrebbero prevedere l'indicazione delle sole OPC rilevanti negli esercizi precedenti, in coerenza con gli schemi di prospetto, senza ampliare l'ambito dell'istruttoria alla procedura OPC nel suo insieme. Ne risulterebbe così effettivamente semplificato l'ambito del procedimento di approvazione del prospetto e abbreviata sensibilmente la tempistica di conclusione, riportandolo alla finalità che gli è propria in coerenza con la stessa normativa euro-unitaria.

Ulteriormente, si sottolinea l'opportunità di rivedere la comunicazione Consob n. 7/2020 sui criteri di approvazione del prospetto. Questi prevedono infatti che la Consob utilizzi, in modo generalizzato, anche informazioni esterne al prospetto nell'istruttoria di approvazione del prospetto stesso, sebbene i criteri indicati negli articoli 36-38 del Regolamento delegato UE 980/2019 facciano esclusivo riferimento alle informazioni contenute nel prospetto. Pertanto, in coerenza con l'obiettivo di semplificare la disciplina dei mercati finanziari per incentivare la raccolta di capitali, in particolare nei casi di IPO, l'utilizzo delle informazioni esterne a quelle contenute nella bozza di prospetto dovrebbe essere considerato come "criterio aggiuntivo" ai fini del controllo della completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni contenuto nel prospetto e quindi solo nei casi in cui ci sia una specifica esigenza di "tutela degli investitori", presupposto per l'applicazione dell'art. 40 del Regolamento Delegato.

Permangono nel Regolamento Emittenti, anche nella versione risultante dalle modifiche poste in consultazione, riferimenti a “informazioni supplementari” che la Consob si riserva di chiedere, laddove necessario, durante l’istruttoria. La locuzione è correttamente ripresa dalla disciplina europea (ad es., art. 20(4) Regolamento Prospetto), ma è opportuno rilevare che nel sistema euro-unitario, come completato dal Regolamento delegato UE 980/2019, sono indicate come “informazioni supplementari” solo quelle relative a specifiche materie (Articoli 18-23 e 39 e Allegati 17-22 e 28 Reg. UE 980/2019) ovvero quelle indicate come tali in specifiche sezioni di altri allegati (ad es., sez. 19 Allegato 1 Reg. UE 980/2019). Per assicurare maggiore certezza al quadro normativo, è quindi opportuno che, quantomeno in sede di revisione della comunicazione Consob n. 7/2020, sia specificato che in sede di approvazione del prospetto le “informazioni supplementari” che è possibile richiedere sono da intendersi nel medesimo senso specificato dal Reg. UE 980/2019.

Allo stesso modo, si rileva come il documento di consultazione in commento richiami in premessa la previsione del Reg. UE 980/2019 secondo cui la domanda di approvazione deve contenere “ogni altra informazione richiesta dall’autorità competente ai fini del controllo e dell’approvazione del prospetto” (art. 42(2)(j)). L’enfasi che il documento di consultazione pone su tale previsione rende opportuno rilevare che, in un contesto in cui la determinazione degli elementi informativi da fornire nei prospetti è oggetto di armonizzazione massima, la previsione ora ricordata non è idonea, per contenuto e collocazione, a determinare un ampliamento del quadro informativo che gli emittenti e gli offerenti sono chiamati ad esporre in tali documenti. Trattandosi di previsione relativa al contenuto della domanda e non, invece, al contenuto del prospetto, la richiesta di “ogni altra informazione” deve limitarsi al supporto dei poteri istruttori e presuppone, pertanto, una base giuridica nei poteri di controllo e approvazione delle bozze di prospetto.

5. Revisioni formali all’articolo

All’art. 4 comma 1-bis si evidenzia l’opportunità di riformulare l’enunciato di seguito riportato, per meglio chiarire l’ambito dell’attività in esame: *“Prima della domanda di approvazione prevista nel comma 1, l’emittente e/o l’offerente possono illustrare alla Consob gli elementi ~~eventuali specificità~~ riguardanti l’operazione di offerta o inviare alla Consob bozze di paragrafi dei documenti indicati al comma 1 ~~possono essere illustrate alla Consob dall’emittente e/o dall’offerente~~, al fine di consentirne la valutazione ~~valutare~~ degli effetti ~~che tali particolarità possono avere~~ sui contenuti del prospetto e favorire la celerità dell’istruttoria.”.*

Al riguardo, si suggerisce di sostituire l'ultimo periodo con il seguente: *“allo scopo di consentire la valutazione dei relativi contenuti ai fini del controllo di completezza delle informazioni da inserire nel prospetto”*.