

## **Comunicazione n. 7/2020 del 9 luglio 2020**

**Oggetto: Criteri per il controllo del prospetto da parte della Consob nell’ambito della disciplina posta dal Regolamento UE n. 1129/2017 e dal Regolamento Delegato UE n. 980/2019 della Commissione**

### **1. Il nuovo contesto normativo in materia di controlli del prospetto**

A partire dal 21 luglio 2019 è integralmente applicabile nell’ordinamento degli Stati membri dell’Unione europea la nuova normativa europea sul prospetto posta dal Regolamento UE n. 1129/2017 del 14 giugno 2017 (di seguito “Regolamento Prospetto”)<sup>1</sup> e dal Regolamento Delegato UE n. 980/2019 della Commissione del 14 marzo 2019 (di seguito “Regolamento Delegato”), emanato ai sensi dell’art. 44 del Regolamento Prospetto<sup>2</sup>.

Il Regolamento Prospetto e il Regolamento Delegato recano norme in materia di controlli che le autorità nazionali competenti (di seguito anche ACN) sono chiamate a svolgere al fine dell’approvazione dei prospetti d’offerta o ammissione alle negoziazioni di titoli, con l’obiettivo di armonizzare criteri di controllo a livello europeo, procedendo alla loro ottimizzazione<sup>3</sup>.

Il Regolamento Prospetto definisce l’approvazione del prospetto come “*l’atto positivo al termine del controllo, da parte dell’autorità competente dello Stato membro d’origine, della completezza, della coerenza e della comprensibilità delle informazioni fornite nel prospetto*” (art. 2, par. 1, lett. (r), del Regolamento Prospetto).

Il Regolamento Delegato, in forza della delega legislativa contenuta nel Regolamento Prospetto (art. 20, par. 11), specifica i criteri per il controllo della completezza (art. 36), della comprensibilità (art. 37) e della coerenza (art. 38) delle informazioni fornite nel prospetto.

Il Regolamento Delegato, inoltre, prevede che “*Se necessario per la tutela degli investitori, l’autorità competente può applicare criteri aggiuntivi rispetto a quelli di cui agli articoli 36, 37 e 38 ai fini del controllo della completezza, della comprensibilità e della coerenza delle informazioni contenute*”.

---

<sup>1</sup> Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE, pubblicato in GUUE serie L 168, p. 12 del 30 giugno 2017.

<sup>2</sup> Regolamento Delegato (UE) 2019/980 della Commissione del 14 marzo 2019 che integra il regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda il formato, il contenuto, il controllo e l’approvazione del prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga il regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione, pubblicato in GUUE serie L 166, p. 26 del 21 giugno 2019. Si rammenta, per completezza, che il nuovo quadro normativo europeo in materia di prospetto è composto anche dal Regolamento delegato UE n. 979/2019 della Commissione del 14 marzo 2019 che integra il regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative alle informazioni finanziarie chiave nella nota di sintesi del prospetto, alla pubblicazione e alla classificazione dei prospetti, alla pubblicità relativa ai titoli, ai supplementi al prospetto e al portale di notifica, e che abroga i regolamenti delegati (UE) n. 382/2014 e (UE) 2016/301 della Commissione, pubblicato in GUUE serie L 166, p. 1 del 21 giugno 2019.

<sup>3</sup> Cfr. Considerando (60) al Regolamento Prospetto. Inoltre, la Relazione che accompagna il testo del Regolamento Delegato specifica sul punto che tale regolamento “*mira a creare un corpus unico di norme che possa essere attuato in modo coerente in tutta la UE*”.

*nella bozza di prospetto*” (art. 40).

Il Regolamento Delegato contiene anche disposizioni volte a consentire all’ACN un’attività di controllo proporzionale in presenza di informazioni già oggetto di controllo o di riesame da parte della medesima autorità (art. 41).

Nell’ambito dell’attività di controllo dei prospetti svolta dall’autorità, devono essere presi in considerazione anche gli obiettivi della semplificazione e della chiarezza cui s’ispirano numerose disposizioni del Regolamento Prospetto e del Regolamento Delegato.

Il Regolamento Prospetto, infatti, prevede che le informazioni del prospetto siano redatte e presentate in modo facilmente analizzabile, succinto e comprensibile (art. 6, par. 2, Regolamento Prospetto).

Disposizioni volte alla semplificazione e alla chiarezza delle informazioni da riportare nel prospetto attengono anche alla modalità di rappresentazione dei fattori di rischio, che devono essere specifici per l’emittente e/o i titoli e rilevanti per le decisioni d’investimento oltre che coerenti con il complessivo contenuto del prospetto (art. 16 Regolamento Prospetto). L’ESMA, in conformità a quanto disposto dall’art. 16, par. 4, del Regolamento Prospetto, ha pubblicato gli “*Orientamenti in materia di fattori di rischio ai sensi del regolamento sul prospetto*” (01/10/2019|ESMA31-62-1293 IT), a cui la Consob ha dichiarato di conformarsi.

Costituiscono ulteriori e innovative semplificazioni per gli operatori:

- l’introduzione del documento di registrazione universale (DRU) e la connessa *fast track* nell’approvazione del prospetto conseguente all’acquisizione dello *status* di emittente frequente (*cf.* artt. 9 e 20, par. 6, del Regolamento Prospetto);
- l’ampliamento della possibilità di avvalersi dell’*incorporation by reference* e quindi di poter richiamare informazioni già pubblicate dall’emittente in ottemperanza ad altri obblighi (*cf.* art. 19 del Regolamento Prospetto);
- le nuove regole informative in relazione alla nota di sintesi (*cf.* art. 7 del Regolamento Prospetto);
- la possibilità che il prospetto di base sia costituito da documenti distinti e la previsione di una nota di sintesi per il prospetto di base solo con riferimento alla singola emissione una volta redatte le relative condizioni definitive (*cf.* art. 8, par. 6 e 8, del Regolamento Prospetto);
- la previsione di regimi d’informativa semplificata e più snella per le operazioni sul mercato secondario (*cf.* art. 14 del Regolamento Prospetto) o per le PMI (*cf.* art. 15 del Regolamento Prospetto).

Continuano, inoltre, a trovare applicazione anche nel nuovo regime, e anzi rinnovano la loro utilità nell’ottica della semplificazione e della riduzione degli oneri degli emittenti, alcuni istituti nazionali quali il cd. *pre-filing*, ossia la possibilità per gli emittenti e gli offerenti di avviare un previo dialogo con l’Autorità prima del formale avvio dell’istruttoria<sup>4</sup>.

Da quanto richiamato emerge che nell’esame della tematica dei criteri di controllo, occorre porre particolare attenzione alla semplificazione e alla chiarezza delle informazioni da riportare nei

---

<sup>4</sup> *Cfr.* art. 4, comma 1-bis e 52, comma 1-bis del Regolamento Emittenti.

prospetti. Tali obiettivi dunque devono essere necessariamente considerati dalla Consob nell'ambito dell'attività di controllo dei prospetti, ma allo stesso tempo devono orientare le condotte degli emittenti e dei soggetti tenuti alla redazione di un prospetto affinché l'inserimento di informazioni nei prospetti risponda in modo efficace ai principi che sorreggono la nuova disciplina.

In definitiva, l'attività di controllo della Consob deve includere le verifiche richieste dal Regolamento Prospetto, dal Regolamento Delegato e dagli orientamenti dell'ESMA, e nel contempo assicurare il rispetto da parte degli emittenti dell'obiettivo di una significativa semplificazione del prospetto, anche favorendo il ricorso a tutti gli strumenti offerti dalla nuova normativa.

## **2. Le finalità della presente Comunicazione**

La Consob nel 2009 aveva chiarito i compiti che la Direttiva Prospetto e le norme di recepimento nazionali contenute nel TUF assegnavano alla Consob in sede di approvazione dei prospetti e dei relativi eventuali supplementi<sup>5</sup>.

Alla luce del rinnovato assetto normativo e nell'ottica di assicurare la tutela degli investitori, l'efficienza dell'azione amministrativa e di rendere effettiva la semplificazione degli oneri a carico degli operatori di mercato, occorre procedere ad una complessiva revisione della Comunicazione del 2009 per adeguare la posizione della Consob al nuovo contesto di riferimento.

La presente comunicazione tiene conto da un lato delle specificità del contesto italiano nel quale alla Consob sono attribuiti compiti istituzionali di vigilanza in settori ulteriori rispetto all'approvazione dei prospetti d'offerta e/o ammissione alle negoziazioni<sup>6</sup>, dall'altro dell'articolazione complessiva del sistema di vigilanza finanziario italiano, caratterizzato dalla presenza di distinte Autorità: la Consob competente per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, e la Banca d'Italia e l'Ivass competenti per il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari, a cui si aggiunge la società di gestione del mercato, competente per l'ammissione a quotazione (sulla quale l'ordinamento ha attribuito alla Consob una vigilanza sovraordinata ai sensi dell'art. 66-ter, comma 6, del TUF).

Ciò impone un'esigenza di coordinamento e cooperazione tra diversi soggetti, esigenza questa chiaramente riconosciuta anche nell'ambito del nuovo Regolamento Prospetto<sup>7</sup>.

Si consideri anche che la previsione di criteri uniformi di controllo del prospetto (*cfr.* art. 20, par. 9, Regolamento Prospetto) non è stata accompagnata dalla previsione di un regime armonizzato della responsabilità delle singole autorità nazionali, ambito che resta disciplinato dagli ordinamenti nazionali, con inevitabili ricadute sul concreto atteggiarsi di questo controllo nelle diverse giurisdizioni.

La finalità è, pertanto, di fornire al pubblico un primo indirizzo connesso all'applicazione del nuovo contesto regolamentare in merito ai seguenti profili:

---

<sup>5</sup> Tale Comunicazione, pur se specificamente riferita all'approvazione dei prospetti riguardanti titoli di capitale, recava indicazioni agevolmente riferibili anche con riferimento ai prospetti di titoli di debito.

<sup>6</sup> Quali, ad es., le competenze ai sensi della Direttiva *Transparency*, del Regolamento MAR, della Direttiva MiFID II, della Direttiva Ucits, della Direttiva OPA nonché svolge altri compiti individuati dalla normativa nazionale in materia di emittenti e di intermediari.

<sup>7</sup> *Cfr.* Considerando (71) del Regolamento Prospetto.

- i criteri di controllo del prospetto previsti dal Regolamento Delegato;
- gli scambi d'informazione all'interno della Consob e con le altre Autorità di vigilanza del settore finanziario;
- i criteri aggiuntivi per il controllo del prospetto;
- i controlli esclusi nell'ambito dell'attività di verifica dei prospetti;
- l'applicazione dell'approccio proporzionato al controllo dei prospetti, delle sue parti costitutive e dei supplementi.

Occorre comunque precisare che il contenuto della presente comunicazione va integrato con le posizioni assunte o che saranno in futuro adottate dall'ESMA cui è assegnato il compito di assicurare la convergenza delle prassi seguite dalle autorità degli Stati membri<sup>8</sup>.

### 3. I criteri di controllo del prospetto previsti dal Regolamento Delegato

Per garantire che le autorità competenti applichino criteri di controllo del prospetto armonizzati al livello europeo, il Regolamento Delegato ha stabilito delle disposizioni relative ai criteri per il controllo della completezza (art. 36), della comprensibilità (art. 37) e della coerenza (art. 38) delle informazioni contenute nelle bozze del prospetto<sup>9</sup>.

Questi criteri si applicano al prospetto o alle sue parti costitutive (Documento di Registrazione, Nota Informativa e Nota di Sintesi), compreso il documento di registrazione universale (DRU), presentato per l'approvazione o depositato senza previa approvazione (ove applicabile), e a tutte le relative modifiche del DRU, nonché ai supplementi del prospetto (art. 35 del Regolamento Delegato).

Le disposizioni indicano gli elementi che le autorità devono prendere in considerazione nel controllo della completezza (art. 36, par. 1), comprensibilità (art. 37, par. 1) e coerenza (art. 38) delle informazioni contenute nella bozza del prospetto. Tali criteri, alla luce dell'impianto normativo del Regolamento Delegato, devono essere applicati da tutte le autorità competenti e possono dunque qualificarsi come obbligatori o *standard*.

Nell'ambito delle disposizioni sono previsti anche specifici poteri in capo all'autorità per l'esercizio del controllo sulla completezza (art. 36, par. 2)<sup>10</sup> e sulla comprensibilità (art. 37, par. 2)<sup>11</sup> delle

<sup>8</sup> Si consideri infatti quanto riportato nel Documento ESMA del 28 marzo 2018 (ESMA31-62-800) "*Final Report. Technical advice under the Prospectus Regulation*" al par. 838 "*Once the new Level 2 measures are put in place and it has been possible to assess how they function, ESMA will consider whether there is a need for further guidance at Level 3 in relation to the criteria for scrutiny and review. Such guidance might be delivered as guidelines, in response to the specific empowerment in PR Article 20(12), or in the form of other Level 3 measures.*"

<sup>9</sup> Giova richiamare in questo senso il Considerando (21) al Regolamento Delegato e anche il par. 835 dell'*ESMA Final Report. Technical advice under the Prospectus Regulation* cit.: "*ESMA is mindful that Level 1 has set a goal of harmonising the criteria for scrutiny of the prospectus and observes that the lists of criteria for scrutiny of completeness, comprehensibility and consistency in the proposed Article A [Nota: nell'articolo A del Technical Advice erano contenute le disposizioni ora inserite negli art. 36, 37, 38 del Regolamento Delegato] pursue this goal. Currently no across-the-board scrutiny criteria exist and NCAs are therefore free to determine their individual approaches to scrutiny, within the framework of the prospectus regime. Establishing a set of standardised rules for scrutiny of prospectuses, the lists of criteria in the proposed Article A (now Article N) will therefore undoubtedly harmonise the scrutiny process.*"

<sup>10</sup> In particolare, si è previsto che, se l'emittente ha una storia finanziaria complessa o ha assunto un impegno finanziario significativo ai sensi dell'art. 18 del Regolamento Delegato, le autorità competenti possono chiedere all'emittente di includere, modificare o rimuovere informazioni dalla bozza di prospetto, tenendo conto delle circostanze indicate

informazioni.

Nel caso di prospetti da utilizzarsi esclusivamente ai fini dell'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato di titoli diversi dai titoli di capitale per i quali non è richiesta la nota di sintesi, a norma dell'articolo 7 del Regolamento Prospetto, il Regolamento delegato prevede l'applicazione al prospetto di un numero più contenuto di criteri obbligatori di controllo<sup>12</sup>.

#### **4. Gli scambi d'informazione all'interno della Consob e con le altre Autorità di vigilanza del settore finanziario**

Anche nel nuovo quadro normativo, l'attività istruttoria della Consob in materia di prospetto tiene conto del patrimonio informativo di cui l'Istituto è in possesso, nell'ambito della sua architettura organizzativa, e degli scambi informativi con le altre Autorità di vigilanza del settore finanziario.

Tale posizione è in linea con quanto riportato nel Considerando n. 71 al Regolamento Prospetto - specificamente dedicato alle attribuzioni delle autorità nazionali competenti - che prevede che *“La designazione di un'autorità competente per l'approvazione dei prospetti non dovrebbe escludere la cooperazione tra tale autorità competente e terzi, quali autorità di regolamentazione bancaria e assicurativa o autorità incaricate della vigilanza sulle quotazioni, al fine di assicurare l'efficienza del processo di controllo e di approvazione dei prospetti nel comune interesse degli emittenti, degli investitori, dei partecipanti al mercato e dei mercati stessi”*.

Il principio, che emerge dal citato Considerando 71, secondo cui l'efficienza e l'efficacia dei controlli non devono essere ostacolate dall'articolazione e dall'organizzazione della vigilanza nei singoli ordinamenti nazionali, trova applicazione anche con riguardo al riparto interno delle competenze relative alle diverse funzioni di vigilanza attribuite all'Autorità nazionale designata per l'approvazione dei prospetti.

La Consob, al fine dell'approvazione dei prospetti, attiva pertanto scambi informativi al proprio interno e con le altre autorità di vigilanza competenti per materia e utilizza le informazioni acquisite nello svolgimento dei propri compiti istituzionali, in modo tale da assicurare, come richiesto dalla normativa europea, l'efficienza del processo di controllo e di approvazione dei prospetti nel comune interesse degli emittenti, degli investitori, dei partecipanti al mercato e dei mercati stessi.

In tal senso gli scambi d'informazioni tra le diverse unità organizzative della Consob e quelli con le altre autorità di vigilanza non ricadono tra i criteri di controllo aggiuntivi di cui al citato art. 40 del Regolamento Delegato.

Infatti, con riguardo agli scambi informativi interni all'autorità, essendo la competenza per l'approvazione del prospetto assegnata alla Consob, e non dunque a un suo singolo Ufficio, il set

---

nello stesso art. 36, par. 2, del Regolamento Delegato.

<sup>11</sup> In particolare, si è previsto che le autorità competenti possono, caso per caso e in aggiunta alle informazioni stabilite dal Regolamento Prospetto per la nota di sintesi e dal Regolamento Delegato per la nota di sintesi specifica del prospetto UE della crescita, chiedere che talune informazioni fornite nella bozza di prospetto siano incluse nella nota di sintesi.

<sup>12</sup> Cfr. art. 37, par. 1, co. 2, del Regolamento Delegato. La nota di sintesi non è richiesta, ai sensi dell'art. 7, par. 1, co. 2, del Regolamento Prospetto, qualora il prospetto riguardi l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato di titoli diversi dai titoli di capitale, a condizione che: a) tali titoli siano negoziati esclusivamente in un mercato regolamentato, o un suo segmento specifico, a cui solo gli investitori qualificati possono avere accesso al fine di negoziare tali titoli; oppure b) tali titoli abbiano un valore nominale unitario di almeno 100 000 EUR.

informativo che deve utilizzarsi nello svolgimento dei controlli ordinari non può che essere quello di cui dispone l'Istituto nel suo complesso.

D'altro canto, nell'ordinamento italiano la cooperazione con le altre autorità di vigilanza è anche imposta dagli obblighi di collaborazione previsti per lo svolgimento dei compiti istituzionali (ai sensi dell'art. 4 del TUF e dell'art. 94-*bis*, co. 4, del TUF<sup>13</sup>14).

Resta fermo, peraltro, che il necessario coordinamento interno e con le altre autorità di settore non deve ripercuotersi sulla durata del procedimento di approvazione, essendo cura dell'Autorità autorizzante porre in essere tutti i presidi necessari ad acquisire in tempo utile le informazioni necessarie ai fini dello scrutinio del prospetto.

## **5. I criteri aggiuntivi per il controllo del prospetto**

L'autorità competente ha la facoltà di applicare criteri aggiuntivi di controllo quando è necessario adattare lo scrutinio alle caratteristiche specifiche di un prospetto, in modo da assicurare la protezione degli investitori<sup>15</sup>.

Il Regolamento Delegato non limita la possibilità di applicazione di criteri aggiuntivi di controllo a casi eccezionali.

Tuttavia, al fine di garantire un efficiente processo di approvazione si ritiene che il potere di applicare criteri aggiuntivi di controllo debba essere esercitato caso per caso, tenendo conto della specificità dell'Emittente, dell'operazione di offerta o di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato.

### **5.1 Le situazioni cui applicare criteri aggiuntivi di controllo**

Nell'attività istruttoria svolta dalla Consob sono state riscontrate nel passato alcune fattispecie che hanno richiesto lo svolgimento di approfondimenti istruttori e l'inclusione nel prospetto di informazioni aggiuntive volte a consentire agli investitori di effettuare scelte consapevoli di investimento e, quindi, a realizzare la tutela degli investitori.

Nell'ottica di agevolare i processi istruttori che coinvolgeranno gli emittenti che sottopongono la domanda di approvazione del prospetto, di seguito si riportano, a titolo esemplificativo, le circostanze e le aree informative che potranno formare oggetto di controlli aggiuntivi e richieste di integrazione.

#### **1) Segnalazioni da soggetti terzi**

Nel caso in cui la Consob riceva segnalazioni o esposti da soggetti esterni, incluse quelle trasmesse con la procedura *whistleblowing*, in merito all'emittente e/o alle informazioni riportate nel prospetto,

---

<sup>13</sup> Al riguardo, si noti che, mentre il citato art. 94-*bis* del TUF prevede un obbligo di stipula di accordi di collaborazione limitato ai prospetti di titoli di debito bancari non destinati alla negoziazione in un mercato regolamentato, le modifiche al TUF volte a dare attuazione in Italia al Regolamento Prospetto stabiliscono un'estensione di tale obbligo a tutti i prospetti aventi ad oggetto titoli bancari (art. 94, co. 4, del TUF, nel documento posto in consultazione dal MEF nel febbraio 2020).

<sup>14</sup> Le procedure sopra indicate saranno applicate anche nell'esame dei supplementi ai prospetti con riferimento alle informazioni contenute nel supplemento, con modalità compatibili con il rispetto della tempistica di approvazione stabilita dal Regolamento Prospetto.

<sup>15</sup> Come precisa il Considerando (22) al Regolamento Delegato.



vengono prese in considerazione nel corso dell'attività istruttoria le segnalazioni ritenute significative alla luce dei seguenti elementi: (a) la fonte della segnalazione, con particolare riguardo a segnalazioni provenienti da soggetti qualificati in ragione del legame con l'emittente (ad es. dipendenti e collaboratori, creditori, garanti, associazioni di azionisti, *etc.*); (b) i fatti segnalati circostanziati ed afferenti all'informativa contenuta nel prospetto; (c) il numero delle segnalazioni qualificate pervenute sullo stesso emittente.

## **2) Informazioni esterne**

Non rientra tra le verifiche richieste ai fini dell'approvazione del prospetto, la ricerca proattiva di informazioni diffuse tra il pubblico anche tramite strumenti di comunicazioni di massa (internet, agenzie di stampa, ecc.). Tuttavia, nell'ambito dell'istruttoria sul prospetto, possono essere rivolte richieste di chiarimento agli emittenti rispetto ad informazioni pubblicamente disponibili e rilevanti per l'operazione di offerta o ammissione alle negoziazioni oggetto del prospetto<sup>16</sup>.

## **3) Contabilizzazione pro-forma di operazioni rilevanti o complesse**

Nel caso in cui il rafforzamento patrimoniale dell'emittente sia funzionale alla realizzazione di complesse operazioni di riorganizzazione aziendale e dall'esame del prospetto si rilevino criticità in merito agli elementi informativi inerenti al trattamento contabile adottato dall'emittente per la rappresentazione *pro-forma* dell'operazione prodotta in occasione del prospetto, la Consob può effettuare specifici approfondimenti istruttori o richieste di chiarimento, al fine di identificare eventuali informazioni supplementari da riportare nel prospetto.

## **4) Initial public offering (IPO)**

Nel caso di operazioni di *initial public offering (IPO)*, le rilevanti modifiche organizzative che la società ha intrapreso, al fine di ottemperare alla normativa applicabile alle società quotate, richiedono una verifica attenta delle informazioni riportate nei prospetti.

L'applicazione da parte dell'emittente, per la prima volta, di nuove regole finalizzate alla quotazione può infatti rendere necessaria l'inclusione nel prospetto di informazioni integrative. Approfondimenti possono essere necessari per comprendere le specificità e gli eventi rilevanti della storia della società, spesso interessata da riorganizzazioni interne sia del business sia di *corporate governance* e dall'adozione, ai fini dell'IPO, di un nuovo *corpus* di principi contabili richiesti per gli emittenti quotati.

Si tratta di approfondimenti volti ad assicurare una chiara rappresentazione nel prospetto di taluni profili informativi rilevanti che possono assumere particolare significato per una società di nuova quotazione, quali le informazioni inerenti a specifici elementi contabili, quali le valutazioni delle attività immateriali, , con particolare riguardo all'avviamento, che presentano un'incidenza

---

<sup>16</sup> Su questo tema si consideri quanto affermato nell'*ESMA Final Report. Technical advice under the Prospectus Regulation* cit. al par. 838: "ESMA acknowledges the wish from respondents to have clarity in relation to information outside the prospectus and the role this plays in NCAs' scrutiny of prospectuses. ESMA therefore observes the following, on the basis of PR Articles 2(r), 20(4), 20(11), 32(a), (b) and (c) as well as Recitals 60 and 71: NCAs are not required to look at information outside the prospectus in connection with their scrutiny or review of a prospectus/URD; they are only required to scrutinise/review the information contained in the prospectus/URD. However, this should not prevent each NCA from looking into information outside the prospectus in specific situations and on a case-by-case basis when it considers that it might be relevant to do so, nor should it stop the NCA from raising comments in relation to information outside the prospectus which would seem relevant for inclusion in the prospectus."

significativa rispetto al “Totale Attivo” dello Stato Patrimoniale e da casi di modifica dei principi contabili utilizzati per le informazioni finanziarie incluse nel prospetto. L’individuazione della soglia di rilevanza delle voci di bilancio è svolta sulla base dei dati tratti dall’ultima rendicontazione contabile individuale dell’emittente ovvero consolidata, ove disponibile. In presenza di un emittente con storia finanziaria complessa e/o che ha assunto un impegno finanziario significativo, come specificato nell’articolo 18 del Regolamento Delegato, si tiene eventualmente conto delle informazioni finanziarie storiche incluse nel prospetto (bilanci *combined*, *carve out*, bilanci relativi ad un soggetto diverso dall’Emittente, *pro-forma*).

Analoghe verifiche potrebbero essere effettuate in relazione ai prospetti di emittenti quotati elaborati in occasione di operazioni di *reverse merger/acquisitions*, per effetto delle quali un nuovo *business* aziendale sia conferito e incluso nel perimetro di consolidamento di una società veicolo preesistente già quotata sul mercato regolamentato.

Le verifiche non sono finalizzate a richiedere all’emittente la modifica dei dati di bilancio. Ciò in quanto il processo di scrutinio del prospetto non riguarda l’accertamento della conformità delle informazioni finanziarie alla normativa contabile di riferimento, della rispondenza dei dati di bilancio contenuti nel prospetto alla contabilità sociale e della corrispondenza ai dati contabili delle rielaborazioni effettuate ai fini dell’inserimento nel prospetto. Le verifiche in argomento hanno l’obiettivo di valutare la necessità di fornire nel prospetto informazioni supplementari in merito a specifici aspetti contabili rilevanti emersi nella fase istruttoria e a dare agli investitori la possibilità di tenerne conto nell’ambito delle proprie scelte di investimento.

## **5) La determinazione della dichiarazione sul capitale circolante nei prospetti di titoli di capitale**

Con la dichiarazione sul capitale circolante gli emittenti titoli *equity* devono attestare che, a loro giudizio, dispongono di risorse liquide o di pronta liquidabilità sufficienti per far fronte alle obbligazioni da assolvere nei 12 mesi successivi alla data di approvazione del prospetto o, in caso contrario, indicare le fonti di finanziamento da cui potranno reperire il capitale circolante aggiuntivo necessario.

In tale ambito la Consob può essere chiamata a svolgere specifici approfondimenti e a richiedere integrazioni di informazioni al fine di rendere coerente la dichiarazione di sussistenza del capitale circolante con le altre informazioni riportate nel prospetto, quali i fattori di rischio, gli investimenti, i finanziamenti, l’impiego dei proventi, i richiami o rilievi contenuti nella relazione di revisione. In particolare, gli approfondimenti e le richieste di chiarimento della Consob potranno riguardare i criteri di determinazione della dichiarazione e le modalità di copertura del fabbisogno finanziario corrente nel caso di deficit finanziario. Si terrà conto di eventuali indicazioni in materia che saranno fornite in sede ESMA.

\* \* \*

L’identificazione delle fattispecie sopra elencate non implica che la Consob applichi i criteri aggiuntivi in modo automatico o a priori, trascurando, così, le specificità della singola operazione di offerta o ammissione alle negoziazioni oggetto del prospetto. L’applicazione dei criteri aggiuntivi da parte della Consob risponde unicamente all’obiettivo di assicurare la tutela dell’investitore destinatario del prospetto.

Le casistiche enucleate non esauriscono il novero delle situazioni in cui possono essere necessari criteri di controllo addizionali, anche alla luce della rapida evoluzione dei mercati finanziari.



La Consob, pertanto, potrà individuare – nel rispetto dell’art. 40 del Regolamento Delegato e dei principi d’imparzialità e trasparenza dell’azione amministrativa e alla luce del perseguimento dell’obiettivo di tutela dell’investitore – ulteriori situazioni che richiedano l’applicazione di criteri aggiuntivi per la verifica del rispetto della completezza, coerenza e comprensibilità; parimenti, la Consob, a seguito d’indicazioni dell’ESMA, potrebbe rivedere e non applicare più criteri precedentemente adottati, non ritenendoli più utili allo svolgimento dei controlli in argomento.

## **6. L’applicazione dell’approccio proporzionato al controllo dei prospetti, delle sue parti costitutive e dei supplementi**

Il Regolamento Delegato contiene disposizioni che definiscono un approccio proporzionato nell’attività di controllo dei prospetti.

L’art. 41, par. 1, del Regolamento Delegato, prevede che quando la prima bozza di prospetto sottoposta all’approvazione dell’ACN è sostanzialmente simile a un prospetto già approvato dalla medesima ACN ed evidenzia tutte le modifiche apportate rispetto al prospetto già approvato, l’Autorità è tenuta ad applicare i criteri *standard* di controllo soltanto alle parti del prospetto che sono state modificate rispetto al prospetto già approvato dall’ACN.

La norma richiamata richiede che la bozza di prospetto trasmessa all’autorità evidenzi tutte le modifiche rispetto al prospetto approvato; ai fini dell’applicazione dell’approccio proporzionato, è pertanto necessario che l’emittente o l’offerente mettano in rilievo le modifiche intercorse rispetto al prospetto già approvato.

Quanto alla nozione di prospetto sostanzialmente simile, poiché la disposizione in argomento richiede che i prospetti siano simili esclusivamente da un punto di vista sostanziale, l’approccio proporzionato trova applicazione anche se il formato utilizzato per la redazione della bozza di prospetto sia diverso da quello del prospetto già approvato (ad esempio, quando la bozza di prospetto è costituita da documenti distinti e il prospetto già approvato è costituito da un documento unico).

Inoltre, in osservanza a quanto previsto dall’art. 35 del Regolamento Delegato (secondo cui “[...], i riferimenti al prospetto indicano il prospetto o le sue parti costitutive [...]”), la valutazione della similarità sostanziale delle informazioni può essere svolta anche con riferimento a ciascuna delle parti costitutive del prospetto (ad esempio, confrontando solo la bozza di nota informativa sui titoli con quella già approvata). Tale valutazione deve compiersi considerando anche le informazioni incluse nel prospetto già approvato, o in una sua parte costitutiva, attraverso eventuali successivi supplementi.

L’art. 41 del Regolamento Delegato, prevede l’applicazione dell’approccio proporzionato anche nelle seguenti fattispecie:

- quando l’ACN ha già sottoposto a riesame un documento di registrazione universale depositato senza previa approvazione, nel momento in cui svolge il controllo del medesimo DRU o delle relative modifiche ai fini dell’approvazione del prospetto, deve applicare i criteri *standard* di controllo soltanto alle parti del DRU o delle relative modifiche che non sono state già riesaminate (art. 41, paragrafo 2, Regolamento Delegato);
- se la prima bozza di prospetto sottoposta ad approvazione incorpora per riferimento informazioni contenute in un documento che è stato già approvato, l’ACN deve applicare a tali informazioni oggetto di *incorporation by reference* unicamente i controlli di coerenza

posti dall'art. 38 del Regolamento Delegato (art. 41, paragrafo 3, Regolamento Delegato).

Resta fermo che nelle ipotesi sopra descritte, le informazioni contenute nella versione finale del prospetto dovranno comunque essere aggiornate e conformi ai requisiti informativi stabiliti dagli appositi schemi di prospetto prescritti dal Regolamento Delegato.

L'approccio proporzionato prevede che, in caso di bozze successive di prospetto, l'autorità competente in fase di controllo applichi i criteri di controllo solamente alle modifiche apportate alla bozza precedente e a ogni altra informazione sulla quale tali modifiche hanno incidenza (art.41, par. 5, Regolamento Delegato).

Al riguardo, occorre tener presente sia il considerando 26 al Regolamento Delegato, che chiarisce che *“ai fini del controllo e dell’approvazione del prospetto è applicata una procedura iterativa”* ossia che la decisione sull’approvazione di un prospetto *“può richiedere vari cicli di analisi della bozza stessa e dei successivi miglioramenti da parte dell’emittente, dell’offerente o del soggetto che chiede l’ammissione alla negoziazione (...) per assicurare che questa corrisponda ai requisiti di completezza, comprensibilità e coerenza (...)”*, sia quanto affermato dall’ESMA nell’elaborazione delle norme sull’approccio proporzionato contenute nel Regolamento Delegato.

In tale sede, l’ESMA ha chiarito che l’Autorità, al fine di assicurare l’obiettivo della tutela dell’investitore, ha il potere/dovere di richiedere informazioni anche sulle parti non oggetto di modifica laddove emergano aspetti significativi in una fase successiva rispetto alla prima richiesta d’informazioni o modifiche. Tuttavia, secondo l’ESMA, l’Autorità competente dovrebbe sforzarsi (*“should endeavour”*) di richiedere modifiche o informazioni supplementari alla bozza di prospetto il prima possibile<sup>17</sup>.

La disciplina del citato art. 41 riguardante l’approccio proporzionato si applica, ai sensi dell’art. 35 del medesimo Regolamento, anche al controllo dei supplementi. Resta fermo quanto disposto dall’art. 23, comma 1 del Regolamento Prospetto in virtù del quale *“qualunque fatto nuovo significativo, errore o imprecisione rilevanti relativi alle informazioni contenute nel prospetto (...) è menzionato senza indebito ritardo in un supplemento al prospetto”*.

Nell’ambito dello svolgimento dei controlli la Consob tiene conto delle disposizioni sopra riportate, secondo le indicazioni dell’ESMA, al fine di ridurre gli oneri amministrativi degli emittenti e di rendere più efficiente l’attività amministrativa.

## **7. I controlli esclusi nell’ambito dell’attività di verifica dei prospetti**

Nella nuova disciplina, non possono considerarsi inclusi nel perimetro delle verifiche delle informazioni riportate nei prospetti ai fini dell’approvazione da parte dell’Autorità, i seguenti

---

<sup>17</sup> Tale conclusione nell’*ESMA Final Report. Technical advice under the Prospectus Regulation* cit. parr. 871 e 872 ove si afferma “[...] *In relation to the suggestion that NCAs be prohibited from raising comments on parts of the prospectus which they have already scrutinised, ESMA maintains the position set out in connection with its work under the Omnibus II Directive that it would run contrary to the general PR objective of investor protection to outlaw such comments as this could effectively result in NCAs being prohibited from commenting on significant matters in the prospectus where such are discovered in a subsequent round of scrutiny. However, NCAs should always endeavour to raise comments on the draft prospectus at the earliest possible opportunity. (872) Furthermore, ESMA fully agrees that NCAs should remain mindful of the consistency of the prospectus when applying the proportionate approach permitted by proposed Article B (now Article O)* [Nota: ora il riferimento è all’art. 41 del Regolamento Delegato]; *this is in line with its position that the application of the derogations should never compromise the NCA’s obligation to ensure the completeness, comprehensibility and consistency of the draft prospectus [...].”*

controlli:

- la verifica della rispondenza al vero dei fatti riportati nel prospetto;
- la verifica della conformità delle informazioni finanziarie alla normativa di riferimento;
- l'esame della rispondenza dei dati di bilancio contenuti nel prospetto alla contabilità sociale;
- il riesame puntuale della corrispondenza ai dati contabili delle rielaborazioni effettuate ai fini dell'inserimento nel prospetto;
- la verifica della conformità dell'operazione societaria alla normativa applicabile.

Tale esclusione, già presente nella previgente normativa recata dalla Direttiva Prospetto, è confermata dalla disciplina posta dal Regolamento Prospetto.

L'approvazione del prospetto riguarda infatti le informazioni in esso contenute e non l'approvazione da parte dell'autorità dell'operazione d'offerta/ammissione alle negoziazioni; inoltre, l'applicazione dei criteri di completezza, coerenza e comprensibilità non può sostanzialmente consistere in un'attività di *due diligence* compiuta dall'Autorità sui dati e sulle informazioni riportate nel prospetto dall'emittente<sup>18</sup>.

In tal senso, gli schemi di prospetto, allegati al Regolamento Delegato, prevedono l'inserimento di una dichiarazione attestante che l'Autorità competente approva il documento "solo in quanto rispondente ai requisiti di completezza, comprensibilità e coerenza imposti dal Regolamento (UE) 2017/1129" (sottolineatura aggiunta) e che "*tale approvazione non dovrebbe essere considerata un avallo dell'emittente*", né "*un avallo della qualità dei titoli* (si vedano, a titolo esemplificativo, Allegati 1, 6, 11 e 14, punti 1.5, al Regolamento Delegato).

In altra parte del Regolamento Prospetto, è inoltre affermato che la responsabilità delle informazioni contenute nel prospetto spetta almeno all'emittente o ai suoi organi di amministrazione, direzione o controllo, all'offerente, al soggetto che chiede l'ammissione alle negoziazioni o al garante, a seconda dei casi. Sul punto l'art. 11 del Regolamento Prospetto demanda alla potestà normativa nazionale l'attuazione di tale principio.

L'esclusione delle verifiche sopra richiamate dall'attività di approvazione del prospetto è peraltro avvalorata dalle norme del Regolamento Prospetto che prevedono una tempistica di approvazione del prospetto e di comunicazione delle modifiche, delle richieste di informazioni supplementari e delle decisioni dell'autorità all'emittente, offerente o soggetto che chiede l'ammissione alle negoziazioni (art. 20, par. 2, 3, 4 e 6) che non può ritenersi compatibile con lo svolgimento di attività consistenti in un controllo di veridicità delle informazioni.

Ciò comporta, dunque, che la Consob, in sede di approvazione di un prospetto, non può richiedere la modifica dell'operazione o dei bilanci inclusi nel prospetto stesso, ma può soltanto richiedere modifiche o informazioni supplementari da includere nel prospetto al fine di consentire agli investitori scelte d'investimento consapevoli, ovvero rappresentare alle persone responsabili del

---

<sup>18</sup> In tal senso si è espressa anche l'ESMA nel documento di consultazione relativo alla definizione del parere tecnico concernente i criteri di controllo del prospetto (ESMA31-62-650|6 July 2017): "[...] ESMA is of the view that the criteria do not imply an obligation for NCAs to verify the truthfulness of the information provided in the prospectus or to perform due diligence on individual pieces of information in the prospectus or on the prospectus in its entirety. Similarly, ESMA considers that NCAs are not required to assess whether the information in the prospectus complies with other legislative requirements than those of the prospectus regime. [...]" (par. 28).

prospetto le ragioni per cui tale documento non è idoneo all'approvazione<sup>19</sup>.

Laddove si riscontrino violazioni del Regolamento Prospetto da parte dei soggetti tenuti a richiedere l'approvazione di un prospetto all'autorità competente, la Consob può attivare i propri poteri di natura cautelare e sanzionatoria ovvero segnalare fatti e circostanze rilevanti all'Autorità giudiziaria competente, come si evince in particolare dall'art. 32 del Regolamento Prospetto

### **8. Ambito di riferimento della Comunicazione**

Si rappresenta che le indicazioni rese nella presente Comunicazione sostituiscono quanto indicato nella Comunicazione DEM/9025420 del 24 marzo 2009.

La presente Comunicazione contiene indicazioni riguardanti i prospetti rientranti nell'ambito di applicazione del Regolamento 1129/2017; le medesime indicazioni, ove compatibili, si applicano ai prospetti relativi a prodotti finanziari diversi dai titoli.

IL PRESIDENTE  
*Paolo Savona*

---

<sup>19</sup> Tale conclusione, oltre che dalle disposizioni del Regolamento Delegato, discende dagli art. 20, parr. 4, 5, 6 e 32 del Regolamento Prospetto.