

Spettabile
CONSOB
Divisione Studi e Regolamentazione
Via G. B. Martini, n. 3 00198 ROMA

CMS Adonnino Ascoli & Cavasola
Scamoni
Galleria Passarella 1
20122 Milan
T +39 02 89 283-800
F +39 02 48 01-2914
cms.law

7 luglio 2025

Consultazione pubblica – Modifiche al Regolamento Emittenti concernenti l'ammissione alle negoziazioni di OICR

Illustre Commissione,

Lo Studio legale CMS Adonnino Ascoli & Cavasola Scamoni desidera esprimere il proprio ringraziamento per l'opportunità di partecipare alla consultazione pubblica relativa alle modifiche che la CONSOB intende apportare al Regolamento Emittenti, adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, finalizzate alla rimozione dell'obbligo di redazione e pubblicazione del documento per la quotazione in Italia degli organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) europei e dei fondi di investimento alternativo (FIA) aperti riservati, gestiti da società europee, attualmente previsto dagli articoli 59 e 60 del suddetto Regolamento.

Pur riconoscendo che l'intervento regolamentare proposto comporterebbe una semplificazione degli oneri informativi a carico degli operatori, non si ritiene condivisibile l'eliminazione dell'obbligo di redazione e pubblicazione del documento di quotazione per le ragioni che si espongono di seguito.

1. Funzione essenziale del documento per la quotazione

Come indicato nel documento di consultazione, è condivisibile l'affermazione che *“gli investitori sono già destinatari dell'informativa presente nel prospetto e nel KID o KIID, in certi casi più dettagliata e specifica rispetto a quella prevista nel documento per la quotazione”*.

Tuttavia, il documento per la quotazione costituisce uno strumento informativo di rilievo autonomo e complementare rispetto al prospetto e al KID previsti dalla normativa europea. La sua presenza è essenziale per garantire un livello aggiuntivo di trasparenza e completezza informativa, offrendo agli investitori una descrizione più chiara e dettagliata sulle caratteristiche dell'offerta e sul contesto di quotazione.

Questo documento contiene informazioni confidenziali per uso esclusivo del destinatario. Qualsiasi uso o rivelazione del contenuto non autorizzato è proibito. Se avete ricevuto questa lettera per errore vi preghiamo di comunicarcelo e di distruggere l'originale.

CMS Adonnino Ascoli & Cavasola Scamoni | Associazione Professionale | C.F. 02616230583 | P.I. 01088071004

CMS Adonnino Ascoli & Cavasola Scamoni è membro di CMS, organizzazione internazionale di studi legali e tributari. In alcune circostanze, CMS è utilizzato come marchio o denominazione di uno o di tutti gli studi aderenti. Per ulteriori informazioni consultare il sito cms.law.

Le nostre sedi: Aberdeen, Abu Dhabi, Algeri, Amburgo, Amsterdam, Anversa, Barcellona, Beirut, Belgrado, Berlino, Bogotá, Bratislava, Bristol, Bruxelles, Bucarest, Budapest, Casablanca, Città del Messico, Colonia, Dubai, Düsseldorf, Edimburgo, Francoforte, Funchal, Ginevra, Glasgow, Hong Kong, Istanbul, Johannesburg, Kiev, Lima, Lione, Lipsia, Lisbona, Londra, Luanda, Lubiana, Lussemburgo, Madrid, Manchester, Mascate, Milano, Mombasa, Monaco, Monaco di Baviera, Mosca, Nairobi, Parigi, Pechino, Podgorica, Poznan, Praga, Reading, Rio de Janeiro, Roma, Santiago del Chile, Sarajevo, Shanghai, Sheffield, Singapore, Skopje, Sofia, Stoccarda, Strasburgo, Tirana, Utrecht, Varsavia, Vienna, Zagabria, e Zurigo.

La rimozione di questo documento comporterebbe una minore trasparenza informativa, pregiudicando la capacità dell'investitore italiano di valutare adeguatamente i rischi e le opportunità connesse all'investimento.

Giova anche ricordare che la stessa CONSOB in una precedente consultazione¹, ha sottolineato come:

“la redazione e pubblicazione di un documento per la quotazione trova la sua ragione nel fatto che la normativa europea prevede regole armonizzate per la trasparenza informativa nei confronti degli investitori per la fase di commercializzazione (cioè offerta sul mercato primario) dei fondi, ma non disciplina la trasparenza informativa per la fase di quotazione sul mercato secondario”

Inoltre, nella medesima consultazione, la CONSOB ha evidenziato:

“la necessità di effettuare ulteriori approfondimenti per valutare la rilevanza del documento in parola ai fini della realizzazione di consapevoli scelte di investimento da parte dell'investitore, nonché per verificare come riallocare le informazioni sulla quotazione attualmente previste da tale documento (ma non dal prospetto informativo né dal KID)”.

Le suddette osservazioni formulate da Codesta Commissione trovano piena condivisione da parte di chi scrive. Né il prospetto né il KID, infatti, forniscono informazioni approfondite sulle modalità di negoziazione e sulle condizioni operative di investimento e disinvestimento sul mercato secondario. Parimenti, tali documenti non offrono una rappresentazione compiuta dei rischi specifici connessi alla quotazione e alla negoziazione sul mercato secondario, rendendo pertanto il documento per la quotazione uno strumento essenziale per colmare tale lacuna informativa e assicurare scelte di investimento consapevoli.

1.1. Regime linguistico del prospetto

Si conviene che molte delle informazioni contenute nel documento per la quotazione “*costituiscono una ripetizione di quanto già previsto nel prospetto*”.

Tuttavia, diversamente dagli OICR di diritto italiano, nel caso di OICR esteri, il prospetto (ivi incluso il supplemento specifico per il singolo comparto) approvato dallo Stato membro d'origine può essere pubblicato “*in italiano o in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale*”.

Nella prassi di mercato, ciò comporta che la quasi totalità degli ETF esteri negoziati in Italia disponga esclusivamente di un prospetto (e un supplemento al prospetto) in inglese, senza traduzione in italiano.

Questa scelta, pur conforme alla disciplina europea, di fatto comporta che l'investitore retail italiano debba fare affidamento esclusivamente su informazioni contenute in un documento redatto in lingua inglese, con evidenti difficoltà in termini di accessibilità, comprensione e interpretazione delle informazioni rilevanti.

Vero è che il KID degli OICR di diritto estero ammessi alle negoziazioni in Italia deve essere reso disponibile in lingua italiana. Tuttavia, il KID ha natura sintetica e standardizzata e non fornisce un'informativa esaustiva su aspetti rilevanti per l'investitore, quali informazioni (i) sulle modalità di negoziazione, di investimento/disinvestimento sul mercato secondario, (ii) sui rischi specifici connessi

¹ Consultazione del mese di dicembre 2023 con cui la CONSOB ha sottoposto alla consultazione del mercato alcune modifiche al Regolamento Emittenti concernenti le domande di approvazione dei prospetti di offerta al pubblico e/o di ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato e dei relativi documenti da allegare.

a tale mercato, o altri elementi specifici, quali gli orari di negoziazione, il regime fiscale vigente, nonché modalità e tempistiche di valorizzazione delle quote/azioni.

Pertanto, a parere di chi scrive, il KID non può sostituire un documento più completo – quale il documento per la quotazione - che descrive e sintetizza in lingua italiana le caratteristiche essenziali del prodotto contenute nel prospetto.

1.2. Maggiore tutela sia per l'investitore che per il gestore dell'OICR

Inoltre, si ritiene opportuno sottolineare come l'obbligo di redazione e pubblicazione del documento per la quotazione non rappresenti soltanto una misura a tutela dell'investitore retail, ma costituisca anche uno strumento di garanzia ulteriore per la stessa società di gestione dell'OICR. La presenza di un'informativa chiara, esaustiva e redatta in lingua italiana consente, infatti, al gestore di comprovare in modo più agevole l'adempimento degli obblighi informativi e di trasparenza nei confronti dell'investitore prescritti dalla normativa di riferimento.

In tale prospettiva, a parere di chi scrive, il documento per la quotazione assume anche una funzione di attenuazione del rischio di responsabilità per l'offerente, assicurando una maggiore trasparenza e completezza delle informazioni fornite.

2. Risposta ai quesiti CONSOB

Alla luce di quanto sopra, si riportano (in blu) le risposte ai quesiti formulati dalla CONSOB.

Q.1 Alla luce delle analisi di impatto svolte nell'appendice n. 1, si condivide la proposta di rimuovere l'obbligo di redazione e pubblicazione del documento per la quotazione per gli OICVM UE e per i FIA aperti riservati gestiti da GEFIA UE?

Per le ragioni esposte al punto 1 di cui sopra, non si condivide la proposta di rimuovere l'obbligo di redazione e pubblicazione del documento per la quotazione per gli OICVM UE e per i FIA aperti riservati gestiti da GEFIA UE.

La sua rimozione, in assenza di un obbligo di traduzione quanto meno sintetica del prospetto in italiano, comporterebbe una significativa riduzione delle tutele degli investitori e della stessa società di gestione e potrebbe aumentare il rischio di asimmetria informativa con evidenti rischi di non compliance con la normativa di riferimento.

Si auspica pertanto che la CONSOB mantenga l'obbligo di redazione e pubblicazione del documento per la quotazione, come attualmente previsto dagli art. 59 e 60 e dallo schema 2 dell'Allegato 1B al Regolamento Emittenti (**opzione "0" Non intervento**).

Q.2 Si condivide la proposta di espungere alcune informazioni dall'Appendice prevista nello Schema 1 dell'Allegato 1B, al fine di garantire parità di trattamento agli OICR aperti italiani rispetto agli OICR esteri?

Non si hanno commenti sulla Q.2

Q.3 Si intendono formulare osservazioni in merito alle proposte di modifica al Regolamento Emittenti avanzate nel presente documento di consultazione.

In considerazione di quanto indicato alla Q.1, non si concorda in merito alle modifiche proposte e si auspica un “non intervento” da parte della CONSOB sugli articoli rilevanti del Regolamento Emittenti.

3. Proposta alternativa: “Nota di sintesi”

Qualora la CONSOB confermasse l'intenzione di voler eliminare l'obbligo di redazione del documento per la quotazione, si invita codesta Commissione a valutare l'introduzione di obblighi alternativi per gli ETF esteri negoziati in Italia. Ciò potrebbe consistere, a titolo esemplificativo, nell'obbligo di predisposizione da parte dell'offerente di una “nota di sintesi” in lingua italiana, non soggetta a previa approvazione di CONSOB (come invece attualmente previsto per il documento per la quotazione) da rendere disponibile all'investitore retail presso il gestore del mercato regolamentato e sul sito internet dell'offerente.

A parere di chi scrive, tale misura non risulterebbe in contrasto con il quadro normativo europeo, poiché giustificata da esigenze di maggiore trasparenza. Essa contribuirebbe non solo a rafforzare la tutela dell'investitore retail, ma a supportare la stessa società di gestione, facilitando una comunicazione più trasparente e riducendo potenziali rischi di incomprensioni e contestazioni.

Una nota di sintesi in lingua italiana delle caratteristiche principali dell'ETF e del mercato secondario di negoziazione consentirebbe all'investitore di comprendere rapidamente le caratteristiche principali del fondo e prendere decisioni informate, senza dover fare affidamento esclusivamente sul KID e sul prospetto, pubblicato quest'ultimo generalmente solo in lingua inglese.

3.1. Modifica art. 60 Regolamento Emittenti

In tal senso, la CONSOB potrebbe valutare di modificare l'art. 60 del Regolamento Emittenti, seguendo un'impostazione simile a quella prevista all'art. 20, comma 5, del Regolamento Emittenti per il “modulo di sottoscrizione” degli OICR esteri commercializzati in Italia tramite canali tradizionali.

In tale contesto, di seguito si propone una riformulazione dell'art. 60 del Regolamento Emittenti (in rosso le modifiche):

Art. 60 (OICR esteri)

1. Ai fini dell'ammissione alle negoziazioni di quote o azioni di OICVM UE, gli offerenti pubblicano, ai sensi dell'articolo 20, il KID o il KIID e, il prospetto ~~e un documento per la quotazione redatto secondo lo schema 2 di cui all'Allegato 1B~~. Il KID o il KIID e, il prospetto ~~e il documento per la quotazione~~ sono pubblicati decorsi dieci giorni lavorativi dalla data di ricezione di tali documenti da parte della Consob. ~~Entro tale termine, la Consob può richiedere all'offerente di apportare modifiche e integrazioni al documento per la quotazione.~~ Il KID o il KIID e, il prospetto ~~e il documento per la quotazione~~ sono pubblicati anche nel sito internet del mercato regolamentato in cui è richiesta l'ammissione alle negoziazioni.
2. ~~Il KID o il KIID, il prospetto e il documento di quotazione sono messi a disposizione anche presso la sede dei soggetti che curano l'offerta in Italia previsti dall'articolo 19 quater~~

2. Nel caso in cui il prospetto sia pubblicato in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale (inglese), ai fini dell'ammissione alle negoziazioni lo stesso è pubblicato unitamente ad una nota sintetica in lingua italiana contenente almeno le seguenti informazioni riprodotte con carattere che ne consenta un'agevole lettura:
- a) Indice di riferimento e metodo di replica (in caso di OICR indicizzato);
 - b) modalità di investimento/disinvestimento e obblighi informativi nei confronti del pubblico derivanti dall'ammissione alle negoziazioni;
 - c) termini di pubblicazione del valore unitario della quota/azione, con specificazione delle fonti sui quali detto valore è pubblicato;
 - d) rischi connessi all'investimento.

Rimanendo a disposizione per qualsiasi chiarimento in merito a quanto sopra, si inviano i più cordiali saluti.

CMS Adonnino Ascoli & Cavasola Scamoni

Avv. Giulio Poggioli