

Settembre 2019

Il nuovo Regolamento Prospetto e le disposizioni di adeguamento della Consob. Due passi in avanti ... e uno indietro?

Avv. Gioacchino Foti, Partner, Avv. Francesco Napoli, Associate, Clifford Chance Studio Legale Associato

1. Il Regolamento Prospetto – Il nuovo quadro normativo

Il 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 (il "**Regolamento Prospetto**") è divenuto applicabile a decorrere dal 21 luglio 2019 ed ha abrogato la previgente direttiva 2003/71/CE (la "**Direttiva Prospetto**"). Contestualmente, il legislatore comunitario ha adottato in data 14 marzo 2019 il Regolamento Delegato (UE) 2019/980 (il "**Regolamento Delegato**"), che sostituisce il previgente Regolamento (CE) n. 809/2004 e che integra il Regolamento Prospetto in relazione al formato, al contenuto, al controllo e all'approvazione del prospetto.

Nel nostro articolo di attualità del 27 agosto 2019¹, si è già detto come l'introduzione del Regolamento Prospetto si inserisca nell'ambito del processo di completamento dell'Unione dei mercati dei capitali (*Capital Markets Union*).² Nel solco di questo processo, il Regolamento Prospetto costituisce un ulteriore tassello volto ad assicurare una maggiore omogeneità delle regole applicabili nei diversi Stati membri, al fine di aiutare le imprese a raccogliere capitali da fonti di finanziamento differenti all'interno dell'Unione Europea e rendere più efficiente il funzionamento dei mercati.

Il nuovo Regolamento Prospetto introduce una serie di novità rispetto alla previgente Direttiva Prospetto, senza però stravolgerne i principi cardine. Riteniamo che l'elemento di maggiore novità sia rappresentato dallo strumento legislativo scelto dal legislatore comunitario.

Come chiarito nelle premesse del Regolamento Prospetto, il ricorso allo strumento del regolamento, che è direttamente applicabile senza necessità di recepimento

¹ <http://www.dirittobancario.it/news/emittenti/il-nuovo-regolamento-prospetto-e-le-modifiche-di-adequamento-del-regolamento-emittenti>

² Come riportato nella comunicazione della Commissione del 30 settembre 2015 intitolata "Piano d'azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali".

nell'ordinamento nazionale degli Stati membri, dovrebbe limitare la possibilità che siano adottate misure divergenti a livello nazionale e dovrebbe assicurare un approccio uniforme e una maggiore certezza del diritto.

Il principale limite della Direttiva Prospetto era rappresentato proprio dal fatto che, avendo lasciato un margine maggiore di discrezionalità agli Stati membri in sede di recepimento della direttiva nei propri ordinamenti nazionali, si erano moltiplicate le divergenze nelle legislazioni nazionali, con un conseguente fiorire di differenze applicative.

Nonostante questo importante passo in avanti, non si può però del tutto escludere che nella prassi applicativa le autorità nazionali adottino prassi divergenti (come avveniva già durante la vigenza della Direttiva Prospetto), soprattutto con riferimento alle disposizioni che prevedono principi e criteri eccessivamente generici.

Basti pensare all'applicazione pratica dei criteri di controllo del prospetto, enucleati nel Regolamento Delegato, che sono rappresentati dalla completezza, comprensibilità e coerenza. Sebbene tali criteri siano stati ulteriormente chiariti rispetto alla disciplina previgente, è evidente che alcuni di questi (ad esempio, le autorità competenti dovranno verificare *“se la bozza di prospetto è scritta in un linguaggio chiaro”*) sono inevitabilmente generici e lasciano alle singole autorità di controllo ampi margini di discrezionalità.

Inoltre, il Regolamento Prospetto ha lasciato alcuni (limitati) ambiti in cui le autorità nazionali possono prevedere una propria disciplina nazionale e che, inevitabilmente, porteranno all'adozione di regolamentazioni differenti da Stato a Stato.³

Riteniamo che questi siano gli aspetti maggiormente problematici del Regolamento Prospetto. Avremmo auspicato un maggiore coraggio da parte del legislatore comunitario, che avrebbe dovuto eliminare per quanto possibile alla radice la possibilità che sorgano differenze normative e applicative a livello dei singoli paesi, proprio per superare le criticità della Direttiva Prospetto.

In questo ambito sarà molto importante il ruolo che la normativa ha assegnato all'ESMA, che è quello di assicurare la convergenza delle prassi seguite dalle autorità degli Stati membri. Vedremo se l'ESMA riuscirà a raggiungere l'obiettivo di una maggiore uniformazione con gli strumenti attualmente a sua disposizione o se, invece, assisteremo ancora a prassi di controllo del contenuto del prospetto molto diverse tra le singole autorità nazionali.

2. Il Regolamento Prospetto – Le novità più apprezzabili

Di seguito si illustrano le principali novità introdotte dal Regolamento Prospetto.

³ Si veda quanto descritto al paragrafo 5 che segue con riferimento ai criteri di controllo del prospetto.

La *ratio* sottesa alle principali modifiche sul contenuto del prospetto è la medesima che anni fa aveva portato il legislatore comunitario a intervenire sul documento contenente le informazioni chiave (KID) in materia di fondi comuni di investimento. Il prospetto dovrebbe essere semplice e sintetico.

In tale ottica, sono stati introdotti criteri per la predisposizione dei **fattori di rischio** (non presenti nella Direttiva Prospetto) volti ad una più agevole individuazione dei rischi maggiormente rilevanti. Sul punto, l'ESMA ha pubblicato delle linee guida sui fattori di rischio finalizzate a chiarire tali criteri e ad uniformare la prassi delle autorità competenti degli Stati membri.⁴

Si tratta di una novità particolarmente rilevante. Il legislatore comunitario ha messo in evidenza come in passato la sezione dei fattori di rischio sia stata utilizzata come uno strumento di esclusione di responsabilità da parte dell'emittente (e talvolta, aggiungiamo noi, da parte delle autorità di controllo), oscurando fattori di rischio più specifici e rilevanti di cui gli investitori dovrebbero essere a conoscenza. Si è infatti spesso preferito adottare un approccio formale, predisponendo fattori di rischio molto lunghi e complessi, spesso contenenti informazioni non particolarmente rilevanti, dove la descrizione del vero e proprio rischio risultava "annacquata".

Secondo il legislatore comunitario, l'obiettivo primario che si intende raggiungere con l'inclusione dei fattori di rischio nel prospetto è assicurare che gli investitori compiano una valutazione informata di tali rischi e che assumano quindi decisioni di investimento in piena conoscenza dei fatti. Per tale motivo, i nuovi criteri del Regolamento Prospetto dispongono che i fattori di rischio devono limitarsi ai rischi significativi e specifici per l'emittente e i suoi titoli e devono essere avvalorati dal contenuto del prospetto; ciò significa che ciascun fattore di rischio deve essere descritto adeguatamente, spiegando come e in che misura incide sull'emittente o sui titoli. Inoltre, la valutazione della rilevanza dei fattori rischio potrà anche essere comunicata ricorrendo a una scala di tipo qualitativo, bassa, media o alta, facilitandone la comprensione per l'investitore.

Altra novità di rilievo riguarda la **nota di sintesi**; il suo contenuto e formato è stato completamente ridisegnato e semplificato rispetto alla disciplina previgente, con l'obiettivo di renderlo un documento breve, semplice e di facile comprensione per gli investitori. In quest'ottica, è stato previsto che la nota di sintesi contenga solo un numero limitato di fattori di rischio che dovranno essere selezionati dall'emittente sulla base della loro rilevanza.

Inoltre, la Consob – utilizzando l'opzione rimessa alla discrezionalità dei Stati membri – ha preferito non prevedere l'obbligo, bensì la mera facoltà, di sostituire la sezione della nota di sintesi contenente le informazioni essenziali sui titoli con una sezione del

⁴ Si tratta delle "ESMA Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation", il cui Final Report è stato pubblicato il 29 marzo 2019. Tali linee guida non sono state ancora formalmente adottate dall'ESMA.

documento contenente le informazioni chiave (il “**KID**”), qualora tale KID debba essere predisposto per i titoli oggetto del prospetto ai sensi del Regolamento (UE) n. 2014/1286.

Particolarmente utile da un punto di vista pratico risulta poi l’eliminazione dell’obbligo di presentazione della nota di sintesi in occasione della presentazione di un prospetto di base; la stessa dovrà essere redatta esclusivamente in occasione di ogni specifica emissione e allegata alle relative condizioni definitive. Ciò consente di evitare di predisporre modelli di note di sintesi eccessivamente complesse (e spesso di difficile intellegibilità) per coprire tutti i possibili *pay-off* dei titoli descritti nel prospetto di base.

Il Regolamento Prospetto ha inoltre esteso l’applicazione del formato semplificato, applicabile nella precedente normativa soltanto ai titoli “*wholesale*” (titoli con taglio minimo di 100.000 euro), anche ai prospetti relativi a titoli con taglio minimo inferiore, qualora siano ammessi a negoziazione esclusivamente in un mercato regolamentato a cui solo gli investitori qualificati possono avere accesso. A tal fine, la Borsa Italiana ha introdotto sul mercato regolamentato MOT (Mercato Telematico delle Obbligazioni) un nuovo segmento professionale, riservato esclusivamente agli investitori qualificati. Per la quotazione in tale nuovo segmento professionale, sarà quindi possibile utilizzare il formato semplificato.

Altra novità che sarà particolarmente apprezzata dagli operatori riguarda il regime di cosiddetta “**passaportazione**” dei documenti di registrazione. La passaportazione (introdotta dalla Direttiva Prospetto) consisteva nella possibilità di utilizzare il prospetto approvato dall’autorità competente di uno Stato membro in tutti gli altri Stati membri in cui l’emittente intende offrire i titoli. Il Regolamento Prospetto ha introdotto la possibilità – esclusa dalla precedente normativa - di passaportare anche solamente il documento di registrazione in altri Stati membri come parte costitutiva di un prospetto approvato da una diversa autorità competente.

L’impatto pratico di questa norma è piuttosto rilevante. D’ora in poi, un emittente potrà utilizzare in tutti gli Stati membri in cui offre i propri titoli un unico documento di registrazione approvato dall’autorità di un solo Stato. Sarà poi sufficiente farsi approvare dalle altre autorità nazionali la nota informativa e la nota di sintesi relative agli specifici titoli da offrire e/o quotare.

Si rileva che tale nuova previsione ha anche l’effetto positivo di assicurare una omogeneità di informazioni per gli investitori, che avranno a disposizione sempre le medesime informazioni sull’emittente, senza avere – come avveniva in passato – documenti di registrazione distinti, con informazioni e impostazioni molto diverse da paese a paese.

3. Il Regolamento Prospetto - Le occasioni mancate

Vi sono dubbi, invece, sulla portata di alcune novità introdotte dal Regolamento Prospetto.

Una di queste riguarda il nuovo **documento di registrazione universale**. Il Regolamento Prospetto ha introdotto la possibilità, per gli emittenti i cui titoli sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un sistema multilaterale di negoziazione, di redigere un documento di registrazione sotto forma di documento di registrazione universale.

L'emittente che si avvale di questo regime acquisirà lo *status* di emittente frequente e potrà beneficiare di termini ridotti per l'approvazione della nota informativa e della nota di sintesi. Inoltre, il documento di registrazione universale, dopo essere stato approvato per due esercizi consecutivi, potrà essere depositato presso l'autorità competente senza richiederne l'approvazione preventiva. Infine, tale documento può sostituire la relazione finanziaria annuale e semestrale da pubblicarsi ai sensi della Direttiva 2004/109/CE (*Transparency*).

Nonostante gli evidenti vantaggi derivanti dall'utilizzo del documento di registrazione universale, ne prevediamo tuttavia un limitato utilizzo per tre motivi.

Il primo riguarda il contenuto; il documento di registrazione universale deve essere predisposto sulla base dello schema di documento di registrazione relativo all'offerta di azioni. Dubitiamo, quindi, che un emittente di obbligazioni possa decidere di adottare uno schema particolarmente invasivo in termini di informazioni richieste, salvo che abbia già predisposto un documento di registrazione *equity*.

Inoltre, nonostante i termini ridotti per l'approvazione della nota informativa e della nota di sintesi, in sede di controllo di questi due documenti l'autorità competente procederà anche al riesame del documento di registrazione universale, potendo richiedere modifiche e integrazioni a tale documento.

Infine, in caso di deposito del documento di registrazione universale senza previa approvazione, l'autorità di controllo avrà la facoltà di esaminare in qualsiasi momento il documento e richiedere integrazioni e modifiche. Il mancato riscontro alle richieste dell'autorità di controllo provocherà la perdita dello *status* di emittente frequente.

È quest'ultimo, in particolare, il principale motivo che ci porta a prevedere un'applicazione ridotta del documento di registrazione universale nella prassi, dal momento che eventuali modifiche successive al documento potrebbe esporre l'emittente ad una serie di responsabilità nei confronti di quegli investitori che avessero acquistato i titoli sulla base di un documento di registrazione ritenuto carente da parte dell'autorità e oggetto di modifiche successive.

Altra novità di rilievo introdotta dal Regolamento Prospetto riguarda il regime del **supplemento**. Come noto, la pubblicazione di un supplemento durante il periodo di offerta (giustificato dal verificarsi di qualunque fatto nuovo significativo, errore o imprecisione rilevanti, relativi alle informazioni contenute nel prospetto e che possano

influire sulla valutazione dei titoli) comporta la possibilità per gli investitori che abbiano già aderito all'offerta di revocare la loro accettazione.

Il Regolamento Prospetto ha previsto un obbligo nuovo in capo agli intermediari, che saranno tenuti a contattare gli investitori il giorno in cui il supplemento viene pubblicato. Nonostante possa essere comprensibile l'introduzione di quest'obbligo a tutela degli investitori, si ritiene che possano esserci notevoli problemi operativi nell'applicazione pratica da parte degli intermediari.

4. L'adeguamento della normativa italiana

Al fine di adeguare la normativa nazionale italiana, il disegno di legge n. 944 di delegazione europea 2018 (attualmente ancora all'esame delle Camere) prevede la delega al governo finalizzata ad introdurre le modifiche al testo unico della finanza (Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58) necessarie per l'attuazione del Regolamento Prospetto.

Con riferimento alla normativa secondaria, la Consob ha pubblicato il 20 giugno 2019 un documento di consultazione contenente le modifiche da apportare al Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (come modificato, il "**Regolamento Emittenti**"). La consultazione si è conclusa il 10 luglio 2019 e gli esiti della consultazione sono stati pubblicati il 30 luglio 2019, congiuntamente alle modifiche al Regolamento Emittenti approvate in via definitiva.⁵

Si segnala che, a completamento del nuovo quadro normativo, è attualmente in corso il processo di consultazione relativo ai criteri per il controllo del prospetto da parte della Consob (la "**Consultazione sui Criteri di Controllo**"), a conclusione del quale la Consob adotterà un provvedimento che disciplinerà dettagliatamente i criteri aggiuntivi per il controllo della completezza, della coerenza e della comprensibilità delle informazioni contenute nel prospetto ai sensi dell'articolo 40 del Regolamento Delegato e i criteri di applicazione dell'approccio proporzionato al controllo del prospetto ai sensi dell'articolo 41 del Regolamento Delegato.

5. Specificità italiane nell'adeguamento del Regolamento Emittenti

Nel modificare il Regolamento Emittenti per adeguarlo al Regolamento Prospetto, la Consob ha colto l'opportunità per inserire talune modifiche, finalizzate a semplificare il processo di approvazione della Consob e a limitare gli oneri amministrativi in capo agli emittenti.

Particolarmente apprezzata è la previsione di una **semplificazione del contenuto della domanda di approvazione del prospetto** da depositare presso la Consob e

⁵ Le modifiche al Regolamento Emittenti sono state adottate con Delibera n. 21016 del 24 luglio 2019.

l'introduzione della possibilità di compilare in via completamente telematica la domanda di approvazione.

In secondo luogo, sono stati **ridotti alcuni termini della procedura di approvazione dei prospetti**, in particolare i termini relativi ai supplementi e quelli relativi a prospetti di quotazione di titoli di debito “*wholesale*” destinati ad investitori professionali, ove siano sostanzialmente simili a prospetti già approvati dalla Consob.

Particolarmente rilevante, ai fini della riduzione dei tempi di approvazione, è poi l'interpretazione autentica fornita dalla Consob nella relazione illustrativa degli esiti della consultazione in relazione al regime della completezza della domanda. Una eventuale incompletezza della domanda potrà essere rilevata solamente ove le informazioni e la documentazione richiesta siano necessarie ai fini del controllo e dell'approvazione del prospetto, riducendo quindi notevolmente le fattispecie in cui tali informazioni e documentazione siano richieste ai fini della completezza. Si ridurrebbero così quelle situazioni in cui i termini istruttori previsti per l'autorizzazione non incomincerebbero a decorrere.

Altra novità salutata con particolare favore dagli operatori riguarda il **regime linguistico**. Nell'ottica di una maggiore competitività della piazza finanziaria italiana, è stata inserita la possibilità di utilizzare la lingua inglese (invece di quella italiana) per tutti i prospetti, sia di offerta che di ammissione a negoziazione, che abbiano ad oggetto titoli non azionari con taglio minimo di 1.000 euro, ove la Consob sia l'autorità chiamata ad approvare il prospetto.

Ciò è particolarmente rilevante, soprattutto nell'ottica del regime di passaportazione. Tale regime (di cui si è data una descrizione sommaria sopra) era di fatto precluso per i prospetti approvati in lingua italiana dalla Consob, dal momento che per potersi procedere alla passaportazione in altri Stati membri la normativa richiede che il prospetto sia redatto in una “*lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale*” (di fatto, in inglese). Da oggi, gli emittenti potranno far approvare dalla Consob un prospetto informativo in lingua inglese e procedere alla passaportazione in tutti gli altri Stati membri in cui si intende procedere all'offerta di titoli.

Con riferimento invece ai **criteri di controllo del prospetto**, occorre rilevare che l'approccio adottato dalla Consob potrebbe non essere del tutto coerente con la *ratio* di uniformazione normativa del Regolamento Prospetto.

Infatti, il Regolamento Delegato prevede la facoltà per le singole autorità nazionali di applicare, “*se necessario per la tutela degli investitori*”, **criteri aggiuntivi** rispetto a quelli già individuati nel Regolamento Delegato, ai fini del controllo della completezza, della comprensibilità e della coerenza delle informazioni contenute nella bozza di prospetto. Tale possibilità di per sé rischia di frustrare le intenzioni del legislatore comunitario, dal momento che appare prevedibile l'individuazione di “criteri aggiuntivi” divergenti da parte delle autorità di controllo nazionali.

In tal senso, la stessa Consob ha prontamente dato avvio alla Consultazione sui Criteri di Controllo, in cui sono state individuate talune situazioni cui applicare i criteri aggiuntivi. L'intenzione di pubblicare un provvedimento formale che disciplini i criteri aggiuntivi è certamente apprezzabile nell'ottica di una maggiore trasparenza dei criteri che saranno adottati dalla Consob. Ci chiediamo, tuttavia, se fosse davvero necessario prevedere tali criteri aggiuntivi o se fossero invece sufficienti i criteri già previsti dalla normativa europea.