

Aprile 2021

Acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, fusione e scissione ed esenzione dal prospetto

Gianfranco Veneziano e Daniele Minniti, BonelliErede

Il 15 aprile 2021 è entrato in vigore il Regolamento Delegato (UE) 2021/528¹ (il “**Regolamento**”) della Commissione europea, che integra il Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio (il “**Regolamento Prospetto**”).

Il Regolamento disciplina le informazioni minime contenute nel documento da pubblicare ai fini delle esenzioni dal prospetto in occasione di operazioni di acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, fusione o scissione (il “**Documento di Esenzione**”).

Il presente contributo contiene (i) una sintesi delle previsioni del Regolamento Prospetto relative alle esenzioni richiamate (*cf.* paragrafo 1); e (ii) un confronto tra i principi di redazione e i contenuti del Documento di Esenzione rispetto ai principi e contenuti del prospetto informativo (previsti dal Regolamento Prospetto e dai relativi regolamenti delegati) (*cf.* paragrafi 2 e 3).

1. Le ipotesi di esenzione

Le previsioni del Regolamento Prospetto

Ai sensi del Regolamento Prospetto, l’obbligo di pubblicare un prospetto informativo non si applica all’offerta pubblica e/o all’ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato di:

- titoli offerti in occasione di un’acquisizione mediante offerta pubblica di scambio (*cf.* art. 1, paragrafo 4, lettera f), e paragrafo 5, lettera e)); e
- titoli offerti, assegnati o da assegnare in occasione di una fusione o scissione (*cf.* art. 1, paragrafo 4, lettera g), e paragrafo 5, lettera f)),

a condizione che sia pubblicato un Documento di Esenzione, contenente informazioni che descrivono l’operazione (i.e. l’acquisizione mediante offerta pubblica di scambio,

¹ Ai sensi dell’art. 6 del Regolamento, il Regolamento stesso entrerà in vigore il ventesimo giorno successivo alla sua pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell’Unione europea (avvenuta il 26 marzo 2021).

la fusione o la scissione) e il suo impatto sull'emittente, con le medesime modalità prescritte per la pubblicazione del prospetto².

Non sarà necessario pubblicare un Documento di Esenzione qualora l'emittente possa avvalersi di altre esenzioni dall'obbligo di pubblicare un prospetto³.

Si evidenzia che la Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (la "**Direttiva Prospetto**")⁴, invece, richiedeva agli emittenti che intendessero avvalersi delle esenzioni di cui sopra di mettere a disposizione del pubblico "*un documento contenente informazioni considerate dall'autorità competente equivalenti a quelle del prospetto*" tenendo conto dei requisiti della normativa comunitaria (cfr. art. 4, paragrafo 1, lettere b) e c), e paragrafo 2, lettere c) e d), della Direttiva Prospetto).

L'art. 1, paragrafo 7, del Regolamento Prospetto conferisce alla Commissione europea il potere di adottare atti delegati per integrare il regolamento, stabilendo le informazioni minime contenute nei Documenti di Esenzione in conformità alla procedura di cui all'art. 44 del Regolamento Prospetto⁵.

Pertanto, il Regolamento Prospetto introduce due novità significative rispetto al regime previgente:

- prevede che il Documento di Esenzione non sia un documento equivalente a un prospetto⁶; e

² Ai sensi dell'art. 21, paragrafo 2, del Regolamento Prospetto, il prospetto si considera messo a disposizione del pubblico quando è stato pubblicato in forma elettronica in uno qualsiasi dei seguenti siti *web*: (i) il sito *web* dell'emittente, dell'offerente o del soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato; (ii) il sito *web* degli intermediari finanziari che provvedono al collocamento o alla vendita dei titoli, compresi gli organismi incaricati del servizio finanziario; (iii) il sito *web* del mercato regolamentato in cui è chiesta l'ammissione alla negoziazione o, qualora non sia richiesta alcuna ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, il sito *web* del gestore del sistema multilaterale di negoziazione.

³ Su questo punto, cfr. ESMA, *Consultation Paper - Draft technical advice on minimum information content for prospectus exemption*, p. 13, disponibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/>.

⁴ La Direttiva Prospetto è stata abrogata integralmente a decorrere dal 21 luglio 2019 ai sensi dell'art. 46 del Regolamento Prospetto.

⁵ L'art. 44 del Regolamento Prospetto prescrive che: (i) prima dell'adozione dell'atto delegato la Commissione consulti gli esperti designati da ciascuno Stato membro nel rispetto dei principi stabiliti nell'accordo interistituzionale "*Legiferare meglio*" del 13 aprile 2016; (ii) l'atto delegato entri in vigore solo in assenza di obiezioni da parte del Parlamento europeo o del Consiglio entro tre mesi dalla data in cui esso è stato loro notificato dalla Commissione (non appena adottato) o laddove, prima della scadenza del predetto termine, sia il Parlamento europeo che il Consiglio informino la Commissione che non intendono sollevare obiezioni. Tale termine è prorogabile di tre mesi su iniziativa del Parlamento europeo o del Consiglio.

⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione al Regolamento Delegato (UE) della Commissione del 16.12.2020 che integra il regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le informazioni minime contenute nel documento da pubblicare ai fini dell'esenzione dal prospetto in*

- attribuisce alla Commissione europea il potere di armonizzare il contenuto minimo sufficiente all'applicazione delle esenzioni considerate, superando il previgente regime della Direttiva Prospetto, che attribuiva alle autorità nazionali la definizione dei criteri di equivalenza.

A ciò si aggiunge che il Documento di Esenzione non deve essere approvato dall'autorità nazionale competente (a differenza del prospetto informativo *ex art.* 20 del Regolamento Prospetto), salvo quanto si dirà in seguito.

Si evidenzia che il Regolamento Prospetto non contiene alcuna definizione di “*offerta pubblica di scambio*”, “ *fusione*” e “*scissione*”; tuttavia, il considerando (16) del Regolamento Prospetto enuncia la necessità di interpretare il regolamento stesso in modo coerente con la Direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (“*Takeover Directive*”), ove applicabile, nel contesto delle “*offerte pubbliche di acquisto, delle operazioni di fusione e di altre operazioni che incidono sulla proprietà o sul controllo di un'impresa*”. L'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) ha rilevato⁷, pertanto, che l'ambito di applicazione dell'esenzione dal prospetto in occasione di acquisizioni mediante offerta pubblica di scambio deve essere coordinato con l'ambito di applicazione della *Takeover Directive*; nessuna definizione di “ *fusione*” o “*altre operazioni che incidono sulla proprietà o sul controllo di un'impresa*” è inclusa, neppure mediante rinvio, nel Regolamento Prospetto.

L'assenza di tali definizioni potrebbe generare incertezze sulle operazioni che rientrano nell'ambito di applicazione delle esenzioni richiamate alla luce delle differenze tra le discipline nazionali degli Stati membri⁸.

Limitazione dell'ambito di applicazione delle esenzioni – il Regolamento (UE) 2019/2115

In data 11 luglio 2018, l'ESMA ha segnalato⁹ alla Commissione europea il rischio che le suddette esenzioni consentissero l'ammissione alle negoziazioni su mercati regolamentati di emittenti non quotati senza la preventiva pubblicazione di un prospetto informativo (c.d. *backdoor listing*) e, più in generale, le incertezze sull'ambito di applicazione di tali esenzioni; l'ESMA ha suggerito, pertanto, alla Commissione europea di limitare l'ambito di applicazione delle esenzioni ai soli casi in cui tutte le società coinvolte

occasione di un'acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, una fusione o una scissione, p. 3, disponibile all'indirizzo <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives>; sul medesimo punto, cfr. K. LIEVERSE, *The Obligation to Publish a Prospectus and Exemptions in Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, curato da D. BUSCH - G. FERRARINI - J.P. FRANX, Oxford, 2020, p. 156.

⁷ ESMA, *sub nota* 3, pp. 15-16.

⁸ Su questo punto, cfr. ESMA, *sub nota* 3, pp. 15-16.

⁹ ESMA, *ESMA's technical advice on minimum information content of documents describing a takeover, merger or a division under the Prospectus Regulation*, 11 luglio 2018, disponibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/>.

nell'acquisizione, fusione o scissione avessero azioni già negoziate su mercati regolamentati o mercati di crescita per le PMI.

In seguito a tali considerazioni, l'art. 2 del Regolamento (UE) 2019/2115 del Parlamento europeo e del Consiglio ha integrato l'art. 1 del Regolamento Prospetto, specificando l'ambito di applicazione delle ipotesi di esenzione oggetto del presente contributo.

In particolare, a esito di tali modifiche, le esenzioni di cui all'art. 1, paragrafo 4, lettera f), e paragrafo 5, lettera e), del Regolamento Prospetto (*i.e.* per operazioni di acquisizione mediante offerta pubblica di scambio) si applicano solo ai “*titoli di capitale*” (come definiti nel Regolamento Prospetto) e solo laddove:

- i titoli di capitale offerti siano fungibili con titoli esistenti già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato prima dell'acquisizione e dell'operazione correlata e l'acquisizione non sia considerata un'acquisizione inversa ai sensi del paragrafo B19 del Principio internazionale d'informativa finanziaria (international financial reporting standard — IFRS) 3, Aggregazioni aziendali, adottato dal Regolamento (CE) n. 1126/2008 della Commissione europea¹⁰; o
- l'autorità di sorveglianza competente, ove applicabile, a rivedere il documento di offerta ai sensi della Takeover Directive abbia rilasciato un'approvazione preventiva del Documento di Esenzione

(cfr. art. 1, paragrafo 6 bis, del Regolamento Prospetto).

Il Regolamento (UE) 2019/2115 si prefiggeva di introdurre l'obbligo per una società non quotata che chieda l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato a seguito di offerta pubblica di scambio, fusione o scissione, di pubblicare un prospetto informativo (*cfr.* considerando (13)); tuttavia, si evidenzia che le suddette modifiche consentono espressamente a emittenti non quotati di avvalersi delle esenzioni di cui all'art. 1,

¹⁰ Ai sensi del paragrafo B19 dell'IFRS 3: “*Si ha un'acquisizione inversa quando l'entità che emette i titoli (l'acquirente giuridico) è identificata come l'acquisita ai fini contabili, sulla base delle indicazioni riportate nei paragrafi B13–B18. Affinché l'operazione possa essere considerata una acquisizione inversa, l'entità di cui vengono acquisite le interessenze (l'acquisita giuridica) deve essere l'acquirente ai fini contabili. Per esempio, talvolta si hanno acquisizioni inverse quando una entità operativa privata intende diventare una entità quotata ma non vuole quotare le proprie azioni ordinarie. Per realizzare ciò, l'entità privata si accorderà con una entità quotata affinché acquisisca le sue interessenze in cambio delle interessenze dell'entità quotata. In quest'esempio, l'entità quotata è l'acquirente giuridico perché ha emesso le proprie interessenze, mentre l'entità privata è l'acquisita giuridica perché le sue interessenze sono state acquisite. Tuttavia, l'applicazione delle indicazioni riportate nei paragrafi B13–B18 comporta che si identifichi: a) l'entità quotata come l'acquisita ai fini contabili (l'acquisita contabile); e b) l'entità privata come l'acquirente ai fini contabili (l'acquirente contabile).*

Affinché l'operazione possa essere contabilizzata come acquisizione inversa, l'acquisita contabile deve soddisfare la definizione di attività aziendale, e si applicheranno tutti i principi di rilevazione e valutazione di cui al presente IFRS, inclusa la disposizione relativa alla rilevazione dell'avviamento”.

paragrafo 4, lettera f), e paragrafo 5, lettera e), del Regolamento Prospetto, subordinatamente alla preventiva approvazione del Documento di Esenzione da parte dell'autorità di sorveglianza competente ad approvare il documento di offerta.

L'art. 2 del Regolamento (UE) 2019/2115 ha inoltre limitato l'ambito di applicazione delle esenzioni di cui all'art. 1, paragrafo 4, lettera g), e paragrafo 5, lettera f), del Regolamento Prospetto (*i.e.* per operazioni di fusione o scissione) ai soli “*titoli di capitale*” in relazione ai quali l'operazione non sia considerata come acquisizione inversa nel senso del paragrafo B19 dell'IFRS 3 e solo ai casi in cui i titoli di capitale oggetto dell'entità di acquisizione/delle entità oggetto della scissione siano già stati ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato prima dell'operazione (*cf.* art. 1, paragrafo 6 *ter*, del Regolamento Prospetto).

2. Principi di redazione del Documento di Esenzione

Dato il silenzio del Regolamento Prospetto, il Regolamento¹¹ oltre a disciplinare analiticamente il contenuto del Documento di Esenzione (su cui *cf.* paragrafo 3) estende anche taluni principi di redazione del prospetto informativo al Documento di Esenzione.

Materiality Test

- L'art. 2 del Regolamento impone agli emittenti di svolgere il c.d. *materiality test* sulle informazioni incluse nel Documento di Esenzione; tale verifica comporta la necessità di includere all'interno del Documento di Esenzione le informazioni pertinenti necessarie agli investitori per comprendere:
- le prospettive dell'emittente (i titoli di capitale), nonché, a seconda del caso, della società emittente (oggetto dell'offerta pubblica di scambio), della società incorporata o della società scissa e gli eventuali cambiamenti significativi nell'attività e nella situazione finanziaria di tali società verificatisi nell'ultimo esercizio;
- i diritti connessi ai titoli di capitale (oggetto dell'offerta pubblica e/o ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato); e

¹¹ Per quanto concerne il percorso di adozione del Regolamento, si segnala che il 27 febbraio 2017 la Commissione europea ha incaricato l'ESMA di prestare una consulenza tecnica sulle informazioni minime contenute nel Documento di Esenzione. A tal fine, l'ESMA ha pubblicato il 13 luglio 2018 un documento di consultazione [ESMA, *sub* nota 3], conclusasi il 6 ottobre 2018. L'ESMA ha trasmesso il proprio parere tecnico alla Commissione il 26 marzo 2019 [ESMA, *Final Report -Technical advice on Minimum Information Content for Prospectus Exempt*, disponibile all'indirizzo <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/>]. La Commissione europea ha avviato il 16 giugno 2020 una consultazione sul progetto di Regolamento, conclusasi il 14 luglio 2020. Il 24 settembre 2020 il progetto è stato presentato al gruppo di esperti del comitato europeo dei valori mobiliari (EGESC); per l'analisi della bozza di Regolamento posta in consultazione, *cf.* COMMISSIONE EUROPEA, *sub* nota 6. Infine, il 16 dicembre 2020 la Commissione europea ha adottato il testo definitivo di Regolamento.

- l'operazione (i.e. l'acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, la fusione o la scissione) e il suo impatto sull'emittente.

L'applicazione del *materiality test* comporta che l'emittente dovrà includere nel Documento di Esenzione ogni altra informazione pertinente necessaria a consentire all'investitore di prendere una decisione di investimento informata (ancorché non esplicitamente richiesta dagli allegati al Regolamento)¹².

L'ESMA¹³ ha evidenziato l'opportunità di prevedere un *materiality test* anche in sede di redazione del Documento di Esenzione a causa della possibile complessità delle operazioni in esso descritte, che potrebbero presentare peculiarità non attratte dalle informazioni già richieste dal Regolamento.

Dal parere tecnico trasmesso dall'ESMA¹⁴ alla Commissione, si evince come il *materiality test* da svolgere con riferimento al Documento di Esenzione sia strutturato sulla scia del *materiality test* previsto dall'art. 14 del Regolamento Prospetto per le emissioni secondarie, che prescrive una verifica alleviata rispetto al *materiality test* da condurre in base all'art. 6 del Regolamento Prospetto¹⁵.

Si evidenzia, infine, che nel testo definitivo del Regolamento non è stato recepito il suggerimento avanzato dall'ESMA nel parere tecnico¹⁶ di consentire all'emittente di omettere quelle informazioni richieste dal regolamento che, all'esito del *materiality test*, fossero risultate non rilevanti o pertinenti (fornendo un'apposita spiegazione sull'omissione). A ciò si aggiunge che non viene richiamata per il Documento di Esenzione la possibilità prevista dall'art. 18 del Regolamento Prospetto di omettere dal prospetto informazioni richieste dal regolamento stesso, previa autorizzazione da parte

¹² Su questo punto, cfr. ESMA, *sub* nota 3, pp. 17-18.

¹³ ESMA, *sub* nota 11, p. 17.

¹⁴ ESMA, *sub* nota 11, p. 18.

¹⁵ Cfr. V. DE SERIÈRE, *The Contents of the Prospectus: Non-Financial information and Materiality*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, curato da D. BUSCH - G. FERRARINI - J.P. FRANX, Oxford, 2020, p. 196. L'art. 6, paragrafo 1, del Regolamento Prospetto prevede che: "1. Fatti salvi l'articolo 14, paragrafo 2, e l'articolo 18, paragrafo 1, il prospetto contiene le informazioni necessarie che siano rilevanti per un investitore affinché possa procedere a una valutazione con cognizione di causa:

a) della situazione patrimoniale, dei risultati economici, della situazione finanziaria e delle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti;

b) dei diritti connessi ai titoli; e

c) delle ragioni dell'emissione e del suo impatto sull'emittente.

Tali informazioni possono variare in funzione dei seguenti elementi:

a) della natura dell'emittente;

b) della tipologia dei titoli;

c) della situazione dell'emittente;

d) ove pertinente, del fatto che i titoli diversi dai titoli di capitale abbiano un valore nominale unitario almeno pari a 100 000 EUR o siano negoziati esclusivamente in un mercato regolamentato, o in un suo segmento specifico, a cui solo gli investitori qualificati possano avere accesso ai fini della negoziazione degli stessi".

¹⁶ ESMA, *sub* nota 11, pp. 18 e 57.

dell'autorità competente dello Stato membro di origine¹⁷ dell'emittente. Su questa distinzione, si osserva che la mancata approvazione del Documento di Esenzione da parte delle autorità nazionali competenti (salva l'ipotesi *ex art. 1, paragrafo 6 bis, lettera b*), del Regolamento Prospetto) avrebbe lasciato interamente all'emittente la valutazione di quali informazioni omettere.

Inclusione di informazioni mediante riferimento

L'art. 3 del Regolamento, nell'ottica dell'alleviamento dei costi e degli oneri informativi in capo agli emittenti, consente l'inclusione di informazioni nel Documento di Esenzione mediante riferimento, alle medesime condizioni stabilite dall'art. 19, paragrafo 1, del Regolamento Prospetto e, pertanto, a condizione che le informazioni incluse siano (i) pubblicate precedentemente o contestualmente in via elettronica; e (ii) redatte in una lingua conforme al regime linguistico del Documento di Esenzione (su cui si rinvia ai paragrafi successivi).

Per quanto concerne i documenti che possono essere inclusi mediante riferimento nel Documento di Esenzione, il Regolamento fa un rinvio dinamico ai documenti che possono essere inclusi mediante riferimento ai sensi del Regolamento Prospetto; tale soluzione consentirà un adeguamento automatico a eventuali aggiornamenti dell'elenco di cui all'art. 19, paragrafo 1, del Regolamento Prospetto. In aggiunta a tali documenti, considerate le operazioni oggetto delle esenzioni trattate, potranno essere inclusi mediante riferimento:

- i documenti richiesti dalla normativa nazionale di recepimento della Takeover Directive, nonché della Direttiva (UE) 2017/1132 del Parlamento europeo e del Consiglio; e
- tutti gli “altri documenti pubblicati conformemente al diritto nazionale, laddove essi siano pertinenti all'operazione” (cfr. art. 3, paragrafo 1, lettera d)).

Una simile clausola di chiusura non si trova invece nel corrispondente art. 19 del Regolamento Prospetto.

In materia di aggiornamento, inclusione parziale e accessibilità delle informazioni incluse mediante riferimento, l'art. 3 del Regolamento¹⁸ riflette sostanzialmente la disciplina dell'art. 19 del Regolamento Prospetto.

¹⁷ Per la definizione di “Stato membro di origine” si rinvia all'art. 2, lettera m), del Regolamento Prospetto.

¹⁸ Ai sensi dell'art. 3 del Regolamento:

“1. *omissis*

Le informazioni di cui al primo comma sono le più recenti a disposizione dell'emittente, della società emittente, della società incorporata o della società scissa.

2. Se alcune informazioni soltanto sono incluse mediante riferimento, il documento di esenzione contiene una dichiarazione attestante che le parti non incluse non sono pertinenti per l'investitore o che sono incluse altrove nel documento di esenzione.

Emittenti con storia finanziaria complessa o impegni finanziari significativi

L'ESMA ha rilevato¹⁹ come solitamente le nozioni di “emittente con una storia finanziaria complessa” o “impegno finanziario significativo” ai sensi dell’art. 18, paragrafi 3 e 4, del Regolamento Delegato (UE) 2019/980 della Commissione si applichino nell’ambito di operazioni di acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, fusione o scissione; in base a tale premessa, l’art. 4 del Regolamento fa espresso rinvio a tali definizioni.

In tali casi, in linea con le informazioni aggiuntive prescritte dall’art. 18 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980, l’art. 4 del Regolamento richiede all’emittente di includere nel Documento di Esenzione:

- tutte le informazioni richieste dagli allegati del Regolamento con riferimento al soggetto diverso dall’emittente (come se fosse l’emittente stesso) necessarie per consentire agli investitori di assumere decisioni di investimento informate in base al materiality test;
- i previsti effetti della storia finanziaria complessa o dell’impegno finanziario significativo sull’emittente o sulla sua attività; e
- una spiegazione sui motivi per cui le informazioni supplementari sono necessarie agli investitori per assumere decisioni di investimento informate.

Rispetto alla disciplina dettata per i prospetti dall’art. 18 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980, l’art. 4 del Regolamento prevede inoltre che l’emittente:

- specifichi i previsti effetti dell’operazione (i.e. l’acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, la fusione o la scissione) sull’emittente o sulla sua attività; e
- possa omettere le informazioni supplementari richieste, spiegandone i motivi nel Documento di Esenzione, laddove non sia in grado di fornirle (cfr. art. 4, paragrafo 3).

Tale ultima previsione risulterà utile in situazioni (come le offerte pubbliche di scambio ostili) dove l’emittente non ha accesso alle informazioni del “soggetto diverso dall’emittente” (ad es. per le informazioni *pro forma*)²⁰.

3. Le persone responsabili del documento di esenzione assicurano che le informazioni incluse mediante riferimento in tale documento di esenzione siano facilmente accessibili.

4. Il documento di esenzione contenente informazioni incluse mediante riferimento contiene un elenco di rinvii che consenta agli investitori di identificare facilmente determinate informazioni e contiene collegamenti ipertestuali a tutti i documenti contenenti informazioni incluse mediante riferimento”.

¹⁹ ESMA, *sub* nota 3, pp. 19-20.

²⁰ Su questo punto, *cfr.* ESMA, *sub* nota 11, p. 22.

Regime linguistico

L'art. 5 del Regolamento richiede che il Documento di Esenzione sia redatto in una lingua accettata dall'"autorità competente", come definita all'art. 2, lettera o), del Regolamento Prospetto²¹.

Rispetto al regime linguistico previsto per i prospetti dall'art. 27 del Regolamento Prospetto²², l'art. 5 del Regolamento introduce un unico regime linguistico per il Documento di Esenzione perché tale documento non è soggetto all'approvazione dell'autorità nazionale competente ai sensi dell'art. 20 del Regolamento Prospetto²³ (salva l'ipotesi di cui all'art. 1, paragrafo 6 *bis*, lettera b), del Regolamento Prospetto).

Il considerando (4) del Regolamento enuncia l'opportunità di consentire agli emittenti di includere informazioni mediante riferimento nel Documento di Esenzione purché scritte nella stessa lingua del Documento di Esenzione. Nonostante tale enunciato, l'art. 3, paragrafo 1, del Regolamento richiede invece che le informazioni incluse mediante riferimento nel Documento di Esenzione siano redatte "in una lingua conforme ai requisiti di cui all'art. 5" del Regolamento medesimo (*i.e.* una lingua accettata dall'"autorità competente", come sopra definita). Pertanto, tale previsione dovrebbe consentire, nonostante il citato considerando, la possibilità di includere mediante riferimento informazioni predisposte in una lingua differente da quella del Documento di Esenzione purché in linea col regime linguistico dettato per il Documento di Esenzione (similmente a quanto chiarito dall'ESMA²⁴ con riferimento alle informazioni incluse mediante riferimento nel prospetto).

La soluzione adottata dal legislatore europeo, tuttavia, rischia di minare il tentativo di armonizzazione della disciplina: infatti, la Commissione europea non ha recepito nel testo definitivo di Regolamento la richiesta dell'ESMA²⁵ e dei partecipanti alla consultazione²⁶ di esplicitare che il Documento di Esenzione e le informazioni in esso incluse mediante riferimento possano essere redatti in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale (ad es. la lingua inglese). Tale rischio risulta assai concreto se si

²¹ Ai sensi dell'art. 2, lettera o), del Regolamento Prospetto, per "autorità competente" si intende l'autorità designata da ciascuno Stato membro a norma dell'art. 31 del Regolamento Prospetto quale responsabile dell'espletamento dei compiti previsti dal Regolamento Prospetto e di assicurare l'applicazione del regolamento stesso.

²² L'art. 27 del Regolamento Prospetto prevede un regime linguistico differenziato a seconda che l'offerta pubblica di titoli o l'ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato siano svolte (i) esclusivamente nello "Stato membro di origine" [cfr. *sub* nota 17]; (ii) in uno o più Stati membri escluso lo Stato membro di origine; o (iii) in uno o più Stati membri incluso lo Stato membro di origine.

²³ Su questo punto, cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *sub* nota 6, p. 3.

²⁴ ESMA, *Questions and Answers on the Prospectus Regulation*, versione n. 7, 31 marzo 2021, p. 33.

²⁵ ESMA, *sub* nota 3, p. 18.

²⁶ DE BRAUW BLACKSTONE WESTBROEK N.V., *Consultation on the draft Commission Delegated Regulation regarding the minimum information content of an exemption document*, 14 luglio 2020, disponibile all'indirizzo <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/>.

guarda al diverso esercizio della flessibilità concessa alle autorità nazionali competenti dal regime linguistico di cui all'art. 27 del Regolamento Prospetto²⁷.

Occorre evidenziare, infine, che il Regolamento non prescrive la redazione di una nota di sintesi del Documento di Esenzione, accogliendo i suggerimenti forniti dall'ESMA e dagli intervenuti alla relativa consultazione²⁸; pertanto, le autorità nazionali competenti non potranno pretendere che l'emittente renda disponibile la traduzione di una sintesi del Documento di Esenzione (a differenza di quanto previsto dall'art. 27 del Regolamento Prospetto).

(Im)possibilità di “passaportare” il Documento di Esenzione

Nel corso della consultazione avviata dalla Commissione europea, è stato evidenziato²⁹ che uno dei vantaggi di redigere un prospetto informativo (piuttosto che avvalersi di un'ipotesi di esenzione) è che, una volta approvato dall'autorità competente dello Stato membro di origine, il prospetto può essere “passaportato” in tutti gli altri Stati membri in cui l'offerta pubblica di titoli o l'ammissione alla negoziazione avvengano senza necessità di alcuna approvazione o procedura amministrativa da parte delle autorità degli Stati membri ospitanti³⁰ (cfr. art. 24 del Regolamento Prospetto³¹).

In assenza di previsioni corrispondenti agli articoli 24-27 del Regolamento Prospetto all'interno del Regolamento, la pubblicazione di un Documento di Esenzione potrebbe invece comportare il rischio che l'autorità competente di ciascuno Stato membro in cui l'emittente intenda avvalersi della relativa esenzione imponga propri requisiti e procedure. Sotto questo punto di vista, il Regolamento rischia di porsi, di fatto, in continuità con le posizioni espresse dalla Commissione europea³² nel vigore della Direttiva Prospetto e in contrasto con l'auspicata armonizzazione.

²⁷ Per un'analisi approfondita, si rinvia a C. DI NOIA - M. GARGANTINI, *The Approval of Prospectus: Competent Authorities, Notifications, and Sanctions*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, curato da D. BUSCH - G. FERRARINI - J.P. FRANX, Oxford, 2020, pp. 371-372.

²⁸ ESMA, *sub* nota 11, pp. 21-22.

²⁹ DE BRAUW BLACKSTONE WESTBROEK N.V., *sub* nota 26; tale commento proponeva alla Commissione di individuare come unica autorità competente rispetto al Documento di Esenzione l'autorità competente dello Stato membro di origine dell'emittente i titoli di capitale.

³⁰ Per la nozione di “Stato membro ospitante” si rinvia all'art. 2, lettera n), del Regolamento Prospetto.

³¹ L'art. 24 del Regolamento Prospetto richiede, a tal fine, che l'ESMA e l'autorità competente di ciascuno Stato membro ospitante ricevano un'apposita notifica ai sensi dell'art. 25 del Regolamento Prospetto.

³² CONSOB ha riportato che, nell'ambito del *3rd informal meeting on prospectus transposition* e del *4th informal meeting on prospectus transposition*, rispettivamente del 26 gennaio e dell'8 marzo 2005, la Commissione europea aveva chiarito che: “È esclusa la possibilità di “passaportare” il documento equivalente, ossia di utilizzare un documento ritenuto equivalente da un'autorità competente di uno Stato membro per l'offerta/ammissione alle negoziazioni anche in altri Stati membri, in quanto ciascuna autorità competente deve prendere posizione in merito, pur auspicandosi una cooperazione delle autorità interessate per evitare duplicazioni di sforzi e indesiderabili divergenze di giudizi” [CONSOB, *Comunicazione n. DIE/13037777 del 3-5-2013*, p. 3, disponibile all'indirizzo <https://www.consob.it/web/area-pubblica/prospetti-di-offerta-orientamenti-consob>].

Assenza di supplementi

Si sottolinea, infine, la mancata previsione in relazione al Documento di Esenzione di un obbligo di pubblicare un supplemento³³ in presenza di fatti nuovi significativi, errori o imprecisioni rilevanti relativi alle informazioni contenute nel documento che possano influire sulla valutazione dei titoli e che sopravvengano o siano rilevati tra la pubblicazione del documento e la chiusura del periodo di offerta o, qualora successivo, il momento di inizio della negoziazione in un mercato regolamentato³⁴.

3. Informazioni minime contenute nel Documento di Esenzione

Il Regolamento prevede tre diversi regimi di informativa.

Schema generale (Allegato I)

L'art. 2, paragrafo 1, del Regolamento prescrive, in via generale, che il Documento di Esenzione contenga le informazioni minime di cui all'Allegato I. Dalla bozza di parere tecnico trasmesso dall'ESMA³⁵ alla Commissione europea si evince che l'Allegato I è stato predisposto sulla base degli schemi di documento di registrazione e nota informativa relativi alle emissioni secondarie (cfr. Allegati 3 e 12 al Regolamento Delegato (UE) 2019/980), assunto che tale schema di Documento di Esenzione sarà utilizzato da emittenti già quotati.

Lo schema di Documento di Esenzione *sub* Allegato I si compone di sei sezioni: Sezioni 1 (*Persone responsabili della redazione del documento di esenzione, informazioni provenienti da terzi e relazioni di esperti*); 2 (*Informazioni sull'emittente e sulla società emittente, la società incorporata o la società scissa*); 3 (*Descrizione dell'operazione*); 4 (*Titoli di capitale offerti al pubblico o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato ai fini dell'operazione*); 5 (*Impatto dell'operazione sull'emittente*) e 6 (*Documenti disponibili*).

Le principali differenze fra la Sezione 1 e l'Allegato 3 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980 riguardano le “*dichiarazioni regolamentari*” (Punto 1.5), laddove si specifica che il Documento di Esenzione non è stato sottoposto al controllo e all'approvazione da parte della autorità competente *ex art.* 20 del Regolamento Prospetto o, nel caso di cui all'art. 1, paragrafo 6 *bis*, del Regolamento Prospetto, che il documento è stato preventivamente approvato dall'autorità di sorveglianza competente ad approvare il documento di offerta.

Rispetto all'Allegato 3 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980, la Sezione 2 riporta, a seconda del tipo di operazione, informazioni sulla società emittente (oggetto dell'offerta pubblica di scambio), sulla società incorporata o sulla società scissa oltre che

³³ In relazione ai prospetti informativi, tale obbligo è imposto dall'art. 23 del Regolamento Prospetto.

³⁴ Questo punto è stato evidenziato anche dall'ESMA [cfr. ESMA, *sub* nota 9 e *sub* nota 3, pp. 16-17].

³⁵ ESMA, *sub* nota 3, pp. 31-34 e 68-70.

sull'emittente i titoli di capitale. Si esplicita inoltre la possibilità, nel caso di acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, di specificare che le informazioni richieste sulla società emittente oggetto d'offerta non sono disponibili (fornendone apposita dichiarazione); tale possibilità risulterà utile nell'ambito di offerte ostili. Inoltre, si evidenziano:

- le semplificazioni sulle informazioni in materia di (i) governo societario (Punto 2.4); e (ii) tendenze (Punto 2.5.3);
- la mancata inclusione di un apposito punto su “previsioni o stime degli utili” e sulle “operazioni con parti correlate”³⁶.

La Sezione 3 descrive l'operazione, ossia l'acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, la fusione o la scissione (inclusi scopo e obiettivi, condizioni, fattori di rischio, conflitto di interessi, corrispettivo dell'offerta). Rispetto all'Allegato 3 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980, si evidenzia che i fattori di rischio (Punto 3.3) fanno riferimento ai “rischi significativi specifici dell'operazione”³⁷.

Nella Sezione 4, rispetto all'Allegato 12 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980, si segnala quanto segue:

- la mancata richiesta (i) della dichiarazione su “capitalizzazione e indebitamento”³⁸; (ii) dell'avvertenza sul possibile impatto sul reddito generato da titoli della normativa fiscale dello Stato membro dell'investitore e del paese di registrazione dell'emittente³⁹; (iii) delle informazioni sul trattamento fiscale dei titoli se l'investimento proposto è soggetto ad un regime fiscale specifico⁴⁰; (iv) della descrizione dei diritti connessi ai titoli⁴¹; e

³⁶ Cfr. Sezioni 7 e 10 dell'Allegato 3 al Regolamento Delegato (UE) 2019/980. Tuttavia, si evidenzia, come segnalato in occasione della consultazione avviata dall'ESMA, che tali informazioni dovrebbero ragionevolmente essere già state pubblicate dall'emittente [ESMA, *sub* nota 11, pp. 23-24].

³⁷ Su questo punto, si evidenzia come nel corso del procedimento di consultazione per il parere tecnico, l'ESMA abbia specificato che l'emittente dovrebbe tenere in considerazione le informazioni sulla possibilità di realizzare sinergie, nonché i rischi relativi alla combinazione fra due o più società, descrivendo i rischi dell'emittente inteso come realtà combinata derivante dall'operazione di fusione, scissione o acquisizione mediante offerta pubblica di scambio (o simulando l'ipotesi che l'operazione sia realizzata al momento della pubblicazione del Documento di Esenzione) [ESMA, *sub* nota 3, p. 33].

³⁸ Cfr. Punto 3.4 dell'Allegato 12 al Regolamento Delegato (UE) 2019/980; viene mantenuta, invece, la dichiarazione sul “capitale circolante” di cui al Punto 3.3 del medesimo allegato.

³⁹ Cfr. Punto 4.5 dell'Allegato 12 al Regolamento Delegato (UE) 2019/980.

⁴⁰ Cfr. *sub* nota 39.

⁴¹ Cfr. Punto 4.7 dell'Allegato 12 al Regolamento Delegato (UE) 2019/980.

- la mancata inclusione di un apposito punto sulle “informazioni su collocamento e sottoscrizione”⁴².

La Sezione 5 contiene informazioni sull’impatto dell’operazione sull’emittente (inclusi strategia e obiettivi, principali contratti, disinvestimenti, governo societario, partecipazioni azionarie, nonché informazioni finanziarie *pro forma*).

La Sezione 6 contiene informazioni sulla reperibilità di una serie di documenti che l’emittente deve mantenere a disposizione del pubblico nei 12 mesi successivi alla pubblicazione del Documento di Esenzione in linea con l’Allegato 3 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980.

Schema rafforzato nel caso di backdoor listing o acquisizioni inverse (Allegato II)

Al fine di garantire agli investitori le informazioni necessarie per assumere decisioni di investimento informate, l’art. 2, paragrafo 1, del Regolamento prescrive un regime informativo assimilabile di fatto a quello imposto per il prospetto informativo⁴³ al ricorrere di tutte le seguenti condizioni:

- l’operazione oggetto del Documento di Esenzione sia un’acquisizione mediante offerta pubblica di scambio alle condizioni di cui all’art. 1, paragrafo 6 bis, del Regolamento Prospetto (i.e. laddove l’autorità di sorveglianza competente ad approvare il documento d’offerta ai sensi della Takeover Directive approvi preventivamente il Documento di Esenzione); e
- i titoli di capitale offerti non siano fungibili con titoli esistenti già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato prima dell’acquisizione e dell’operazione correlata o l’acquisizione sia considerata come un’”acquisizione inversa”⁴⁴.

⁴² Cfr. Punto 5.4 dell’Allegato 12 al Regolamento Delegato (UE) 2019/980; si segnala come l’ESMA, nella bozza di parere tecnico da trasmettere alla Commissione, aveva segnalato l’inapplicabilità di tali informazioni alle operazioni oggetto di esenzione [ESMA, *sub* nota 3, p. 69].

⁴³ In tali casi, la Sezione 1 del Documento di Esenzione conterrà le informazioni richieste in base alla corrispondente Sezione 1 dell’Allegato I e, in aggiunta, le informazioni previste per il documento di registrazione dall’Allegato 1 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980, a eccezione di quelle già richieste dall’Allegato I Sezione 1 del Regolamento. Conseguentemente, la Sezione 2 dell’Allegato II richiede di indicare le informazioni di cui alla Sezione 2 dell’Allegato I solo per la società emittente (oggetto dell’offerta pubblica di scambio), la società incorporata o la società scissa, a seconda del caso. La Sezione 3 conterrà tutte le informazioni prescritte per la nota informativa sui titoli di capitale di cui all’Allegato 11 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980, fatta eccezione per la Sezione 1 relativa alle “*Persone responsabili, informazioni provenienti da terzi, relazioni di esperti e approvazione da parte delle autorità competenti*”, in quanto già inclusa nella Sezione 1 dell’Allegato II. Le Sezioni 4 e 5 dell’Allegato II coincidono con le Sezioni 4 e 5 dell’Allegato I. Non viene infine riproposta la Sezione 6 di cui all’Allegato I, poiché le informazioni sui documenti disponibili saranno già incluse per rinvio agli Allegati 1 e 11 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980.

⁴⁴ Come definita in base al paragrafo B19 dell’IFRS 3.

Informativa semplificata nel caso di titoli di capitale fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato

Infine, l'art. 2, paragrafo 2, del Regolamento introduce un'informativa semplificata⁴⁵ rispetto all'Allegato I al medesimo Regolamento, nel caso in cui i titoli di capitale offerti al pubblico o destinati a essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato:

- siano fungibili con titoli di capitale già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato; e
- rappresentino non oltre il 10% dei titoli già ammessi.

Resta però impregiudicata la possibilità di avvalersi delle esenzioni dall'obbligo di pubblicare un prospetto informativo di cui all'art. 1, paragrafo 5, lettere a) e b), del Regolamento Prospetto⁴⁶.

⁴⁵ In tali casi, il Documento di Esenzione conterrà esclusivamente le informazioni di cui alle Sezioni 1, 3 e 5 e ai Punti 2.2 e 4.2 (i.e. panoramica delle attività aziendali e dichiarazione relativa al capitale circolante) dell'Allegato I al Regolamento.

⁴⁶ Ai sensi dell'art. 1, paragrafo 5, lettere a) e b), del Regolamento Prospetto, l'obbligo di pubblicare il prospetto di ammissione alla negoziazione su un mercato regolamentato non si applica all'ammissione dei tipi di titoli seguenti: "a) i titoli fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato regolamentato, a condizione che essi rappresentino, su un periodo di 12 mesi, meno del 20 % del numero di titoli già ammessi alla negoziazione nello stesso mercato regolamentato; b) le azioni derivanti dalla conversione o dallo scambio di altri titoli o dall'esercizio di diritti conferiti da altri titoli, quando queste nuove azioni siano della stessa classe delle azioni già ammesse alla negoziazione nello stesso mercato regolamentato e rappresentino, su un periodo di 12 mesi, meno del 20 % del numero delle azioni della stessa classe già ammesse alla negoziazione nello stesso mercato regolamentato, fatto salvo il secondo comma del presente paragrafo".