

ATTUALITÀ

Le Linee Guida COMI per la semplificazione dei prospetti

7 febbraio 2024

Michele Siri, Università di Genova; Presidente European Supervisory Authorities Joint Board of Appeal; Coordinatore gruppo di lavoro semplificazione prospetti COMI

Francesco Vella, Head of Regulation & Financial Markets, Group Legal Division, Mediobanca; Componente gruppo di lavoro semplificazione prospetti COMI



Michele Siri, Università di Genova;
Presidente European Supervisory
Authorities Joint Board of Appeal;
Coordinatore gruppo di lavoro
semplificazione prospetti COMI *

Francesco Vella, Head of Regulation &
Financial Markets, Group Legal Division,
Mediobanca – Banca di Credito Finanziario
S.p.A.; Componente gruppo di lavoro
semplificazione prospetti COMI *

* Le opinioni sono strettamente personali e non
impegnano il COMI o gli altri enti di appartenenza.

Il contributo sottolinea l'importanza delle "Linee guida per la semplificazione dei prospetti" approvate lo scorso 13 luglio 2023 dal Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI) istituito dalla Consob, nell'ambito di una concreta promozione dell'accesso delle imprese al mercato dei capitali quale fonte di finanziamento e di crescita.

1. La strada della semplificazione.

Nel solco tracciato dalla proposta della Commissione UE sul c.d. *Listing Act Package*¹ (attualmente in discussione tra Parlamento UE e Consiglio UE) e dal Libro Verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze², il Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori (COMI) ha varato lo scorso luglio le "Linee guida per la semplificazione dei prospetti"³. Il lavoro del *panel*, grazie al contributo di vari professionisti provenienti dal mondo accademico, dalle associazioni di categoria e da *players* di mercato oltre che da Borsa Italiana e dall'Autorità di Vigilanza, ha permesso di valorizzare le diverse sensibilità ed *expertise* in un documento che vuole essere una guida pratica ed un aiuto concreto per le imprese, per gli operatori oltre che per l'Autorità stessa ed il mercato.

In questa panoramica si intende mettere in risalto i principali profili emersi in relazione alle tre diverse aree di competenza individuate nel documento, ovvero il cd. "Prospetto Informativo Equity" relativo alle *initial public offerings* (IPO), il "Prospetto Semplificato" per gli aumenti di capitale di società già quotate o per il passaggio dal mercato per la crescita a quello principale e il "Prospetto per titoli di debito".

¹ European Commission, Proposal for a DIRECTIVE OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Directives 2009/65/EU, 2013/36/EU and (EU) 2019/2034 as regards the treatment of concentration risk towards central counterparties and the counterparty risk on centrally cleared derivative transactions, COM/2022/698 final disponibile su <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52022PC0698> e Proposal for a REGULATION OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL amending Regulations (EU) No 648/2012, (EU) No 575/2013 and (EU) 2017/1131 as regards measures to mitigate excessive exposures to third-country central counterparties and improve the efficiency of Union clearing markets, COM/2022/697 final, disponibile su <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52022PC0697>.

² Libro Verde su La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita, Roma, 2022, disponibile su www.dt.mef.gov.it

³ COMI, Linee guida per la semplificazione dei prospetti informativi, 2023, disponibili su https://www.consob.it/documents/1912911/1963829/COMI_Linee_guida_sempl_prospetti_20220713.pdf/62a319eb-3357-b78e-115b-58eb449c2e06.

Nel perimetro individuato dal Regolamento Prospetto⁴ e relative norme secondarie e attuative⁵ è stata svolta una analisi capillare dei contenuti richiesti dalla normativa nel tentativo di declinare una “*morfo-
logia della prassi*” che consentisse da un lato, una semplificazione informativa nei relativi documenti e dall’altro, un *focus* sulle aree di maggiore importanza, in ragione delle diverse tipologie operative cui i tre documenti sono preposti.

Proprio la differenza tra le operatività sottostanti, a fronte di una rubrica regolamentare spesso analoga, ha portato le Linee Guida ad allargare semanticamente il concetto di “*semplificazione*” espresso dal titolo, qualificandolo non solo dal punto di vista della mole dei contenuti, ma anche in termini di accelerazione dei processi e di facilitazione del *business*, nell’ottica appunto di favorire l’accesso al mercato dei capitali e di ridurre i costi, sempre nel rispetto della massima trasparenza informativa, quale volano per la ripresa economica.

Per ogni tipologia di prospetto è stato quindi individuato un documento *benchmark* cui eventualmente parametrare la tipologia e il livello di informativa, sono state precisate aree di maggiore possibilità di semplificazione e sono state indicate talune prassi redazionali virtuose, partendo anche dall’analisi di quanto pubblicato dagli emittenti negli ultimi anni.

2. Il Prospetto Informativo Equity per IPO.

In coerenza con il Considerando 27 del Regolamento Prospetto, le Linee Guida forniscono indicazioni utili affinché il prospetto non contenga informazioni che non siano rilevanti o specifiche dell’emittente e dei titoli offerti, in quanto ciò potrebbe oscurare le informazioni appropriate ai fini della decisione di investimento, in linea con l’esigenza di assicurare la migliore tutela degli investitori. In tale prospettiva, l’applicazione delle Linee Guida può contribuire all’obiettivo di valorizzare la significatività delle infor-

⁴ 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.

⁵ 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.

mazioni e può consentire ai soggetti incaricati della redazione del prospetto di selezionare ed esporre le informazioni appropriate in coerenza con il principio generale espresso nella normativa europea.

Uno dei principali ostacoli per le imprese ai fini del ricorso al mercato dei capitali è sicuramente costituito dalla struttura e dai costi connessi alla redazione e pubblicazione di un prospetto di offerta. Nonostante negli ultimi anni siano stati fatti notevoli passi avanti a livello di snellimento dell’informativa e di accelerazione delle procedure, il mercato ha evidenziato come l’eccessiva lunghezza del prospetto, oltre a comportare maggiori costi per l’emittente e un periodo di tempo più lungo di istruttoria, scoraggi gli investitori (in particolare i *retail* che più avrebbero bisogno di una informativa chiara e completa) dal consultarlo.

In linea con la proposta della Commissione UE nel *Listing Act*, le Linee Guida raccomandano pertanto una lunghezza massima del documento (i.e. 300 pagine) almeno per quegli emittenti che non abbiano una storia finanziaria complessa e un approccio informativo più chiaro e sintetico, evitando inutili ripetizioni e facendo ampio ricorso, ove permesso dalla normativa, all’incorporazione *by reference* di eventuali documenti richiamati⁶.

A livello comparativo, le relative sezioni e articoli disciplinati dal Regolamento Prospetto sono state confrontate con le equivalenti parti dell’*offering circular*, documento di matrice anglosassone finalizzato all’offerta agli investitori istituzionali. Tra le possibili sezioni oggetto di semplificazione e razionalizzazione nell’ambito del Documento di Registrazione per il Prospetto Informativo Equity si segnalano in particolare:

- **Fattori di rischio:** si raccomanda di fornire una rappresentazione limitata – anche nel numero – di fattori di rischio che risultino specifici dell’emittente e che siano rilevanti per assumere una decisione d’investimento informata; l’informativa andrebbe presentata in forma succinta per non pregiudicare la comprensibilità e la chiarezza come richiesto dagli Orientamenti Esma⁷;

⁶ Considerando 58 e 59 ed articolo 19 Regolamento (UE) 2017/1129.

⁷ ESMA, Orientamenti in materia di obblighi di informativa ai sensi del regolamento sul prospetto, 04/03/2021 | ESMA32-382-1138, disponibili su <https://www.consob.it/documents/1912911/1915343/esma32-382-1138.pdf/570d7fa2-4186-a69a-3f10-31426b68b7a4>.

- **Panoramica delle attività aziendali:** si propone di fornire una descrizione delle principali attività in modo conciso, efficace e comprensibile, fornendo una panoramica esplicativa non strettamente tecnica per i non addetti ai lavori, riportando un commento degli investimenti più rilevanti registrati nel periodo di riferimento nell'ambito di una descrizione sintetica della tipologia e dell'andamento del mercato in cui l'emittente opera, evitando duplicazioni e/o formulazioni volte alla promozione dell'emittente;
- **Principali contratti e operazioni con parti correlate:** si raccomanda una selezione dei contratti e/o delle operazioni con parti correlate più significative fornendo una descrizione concisa, efficace e comprensibile;
- **Informazioni finanziarie e di bilancio:** si raccomanda il più ampio ricorso al regime dell'inclusione mediante riferimento.

Ulteriore spunto di riflessione per un contenimento dei costi, nell'ambito di quanto consentito dalla normativa che prevede anche la possibilità di redazione in inglese del prospetto per IPO, è la possibilità di addivenire nel medio termine alla redazione di un unico documento *prospetto/offering circular* che da un lato, possa mantenere l'impostazione commerciale tipica dell'informativa fornita agli investitori istituzionali, ma che dall'altro, salvaguardi la necessità di coerenza e comprensibilità necessaria per gli investitori meno esperti. Anche e soprattutto in quest'ottica, l'auspicio è quindi quello di una sempre maggiore convergenza verso modalità di redazione comuni per tutti gli emittenti UE e per tutte le relative Autorità competenti, evitando fenomeni di *gold plating* o di prassi non unanimemente condivise, che possano penalizzare l'accesso al mercato delle imprese aumentando il *gap* competitivo fra gli stati europei.

3. Il Prospetto Semplificato.

Nell'ambito dell'attuale regolamentazione in tema di offerte secondarie (aumenti di capitale e passaggio da mercato non regolamentato a mercato regolamentato) e con il medesimo intento del *Listing Act Package* varato dalla Commissione UE, le semplificazioni proposte dalle Linee Guida mirano a ridurre i costi e gli oneri anche per gli emittenti già quotati o per quelli che intendano passare da un mercato per la crescita al mercato regolamentato, anche al fine di diversificare la propria base di investitori, ridurre

la dipendenza dai finanziamenti bancari e rafforzare la notorietà del marchio.

Sulla scorta della proposta europea, il riferimento preso ad esempio è in questo caso il futuro *"Follow-on Prospectus"* che, nell'intento della Commissione UE, andrebbe a sostituire proprio il cd. *"Prospetto Semplificato"*, laddove non sia applicabile una delle più ampie esenzioni previste dall'emananda normativa. Nelle more dell'iter di co-decisione⁸, l'esercizio operato attraverso le Linee Guida è stato quello di fare tesoro di tali possibili aree di semplificazione e di facilitare l'accesso a nuove risorse, tenendo a mente che le varie sezioni oggetto di possibile semplificazione assumono differente rilevanza in ragione della diversa operatività cui il Prospetto Semplificato si riferisce (ovvero aumento di capitale o passaggio al mercato regolamentato). La relativa sezione delle Linee Guida è stata peraltro arricchita dall'utile contributo della stessa Autorità di Vigilanza (Consob) in merito alla descrizione di prassi operative attuali e delle connesse indicazioni di redazione dei vari capitoli previsti dal Regolamento Prospetto.

Oltre quanto già segnalato in termini contenutistici per il Prospetto Informativo Equity per IPO, si segnala un'interessante novità per quanto riguarda la determinazione del prezzo negli aumenti di capitale in opzione. Al fine di evitare possibili speculazioni sul titolo e ridurre la volatilità di mercato cui sono fisiologicamente esposti titoli già quotati, per gli aumenti di capitale in opzione cd. *"non diluitivi"*⁹ è stata prevista, in coerenza con la normativa vigente, una modalità di comunicazione del prezzo in due fasi:

- **una indicazione del "prezzo massimo"** all'interno del prospetto semplificato oggetto di approvazione;
- **una definizione del prezzo puntuale di offerta** da comunicarsi mediante avviso entro la chiusura del secondo giorno lavorativo precedente la data di inizio dell'offerta.

Questa modalità, oltre a garantire una maggiore certezza agli investitori che volessero seguire l'aumen-

⁸ Sui lavori parlamentari si veda Listing Act, Briefing, EU Legislation in Progress, disponibile su [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS_BRI\(2023\)747111_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2023/747111/EPRS_BRI(2023)747111_EN.pdf).

⁹ Sugli aumenti di capitale iper-diluitivi si veda CONSOb, Comunicazione n. 0088305 del 5-10-2016, disponibile su <https://www.consob.it/web/area-pubblica/aumenti-di-capitale-iperdiluitivi>.

to di capitale, dovrebbe facilitare anche la costituzione del consorzio di garanzia al servizio dell'aumento stesso, riducendo così i rischi e i costi per l'emittente.

Nell'analisi comparatistica con gli altri principali paesi europei si è data inoltre evidenza di come allo stato i prospetti italiani risultino mediamente più lunghi rispetto a quelli dei *competitors* europei e pertanto, come per il Prospetto Informativo Equity per IPO e in coerenza con l'indicazione del *Listing Act*, anche in questo caso le Linee Guida raccomandano per il Prospetto Semplificato un limite complessivo alla lunghezza dello stesso (150 pagine, inclusa la Nota Informativa), eventualmente da discutere con l'Autorità di Vigilanza, caso per caso, in ragione di particolari esigenze contenutistiche e secondo il modello del "*comply or explain*"¹⁰.

4. Il Prospetto per titoli di debito.

Diversamente dai titoli di capitale, la normativa vigente – già ai sensi della Direttiva Prospetti e poi del Regolamento Prospetto – consente agli emittenti titoli di debito di "scegliere" l'Autorità competente UE in ragione del mercato in cui si intenda procedere all'offerta e/o alla quotazione di titoli di debito su un mercato regolamentato (si veda in particolare la definizione di "Stato membro di origine" di cui all'art. 2, comma 1 lett. m), del Regolamento Prospetto). Tale facoltà ha avviato un processo di differenziazione tra le Autorità competenti su alcuni contenuti delle informazioni, comunque previsti nel Regolamento Prospetto e sulla tempistica di approvazione dei prospetti medesimi, che è stato colto dagli emittenti per avere maggiore certezza, speditezza e flessibilità in sede di raccolta di fondi.¹¹

L'"*Authority shopping*" nell'ambito dell'approvazione di prospetti per l'emissione e la quotazione di titoli di debito è ben nota fin dalla prima Direttiva del 2003¹². È evidente come questa facoltà di scelta lascia-

¹⁰ Linee Guida, pag. 40, "In linea con la posizione assunta dalla Commissione con il Listing Act, le linee guida raccomandano per il Prospetto Semplificato per il trasferimento ad un mercato regolamentato, un limite complessivo alla lunghezza dello stesso (ad es. 150 pagine, inclusa la Nota Informativa)".

¹¹ ESMA, Peer review of the scrutiny and approval procedures of prospectuses by competent authorities, 21 July 2022 | ESMA42-111-7170, disponibile su https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma42-111-7170_final_report_-_prospectus_peer_review.pdf.

¹² Direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003 relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva

ta all'emittente abbia generato una "sfida" tra Autorità competenti ed abbia consentito a realtà come quella lussemburghese, maltese o irlandese – che non avrebbero potuto contare su un particolare flusso *equity* – di iper-specializzarsi nella revisione di prospetti e prospetti base per titoli di debito, anche in relazione a strutture di *pay-off* particolarmente complesse, garantendo prezzi competitivi e velocità di revisione.

Risulta altrettanto evidente come questa iper-specializzazione abbia condotto alla redazione di prospetti dalla mole gigantesca e di difficile lettura, specie laddove gli stessi poi vengano utilizzati su base "passaportata"¹³ per le offerte al pubblico *retail*.

Per le offerte e la quotazione di titoli di debito la normativa consente una redazione del prospetto in lingua inglese e pertanto il *benchmark* individuato dalla Linee Guida in tal senso è stato quello del documento *EMTN*¹⁴ e la sua struttura di prospetto europeo dal taglio più commerciale. Posto che in termini di semplificazione l'analisi svolta dal *panel* ha rilevato come i prospetti approvati dall'Autorità italiana già presentino una mole contenuta, lo sforzo redazionale è stato quello di individuare i punti di forza di tale documento commerciale in modo da consentire agli emittenti, in particolare nei cd. "prospetti di base"¹⁵, una maggiore flessibilità di utilizzo delle diverse strutture, una maggiore libertà di determinare le condizioni *ad hoc* delle singole emissioni e una maggiore certezza sulle tempistiche di istruttoria.

Il *focus* in questa sezione si è spostato dal Documento di Registrazione (che invece rivestiva le aree di maggior interesse in termini di semplificazione per i prospetti *equity*) alla Nota Informativa, preveden-

2001/34/CE.

¹³ Si veda S. Alvaro, R. Lener, P. Lucantoni; in collaboration with V. Adriani, F. Ciotti, A. Parziale, The Prospectus Regulation The long and winding road, Roma, Quaderni Giuridici Consob, 22 ottobre 2020, disponibile su <https://www.consob.it/documents/1912911/1916538/qg22.pdf/489086e6-01cc-4667-61aa-06ae81a9e0a4>.

¹⁴ Le Euro Medium Term Notes (EMTN) sono titoli obbligazionari – emessi pubblicamente o in forma di collocamento privato in più valute e su più mercati – documentati nell'ambito di un programma EMTN. Un programma EMTN è un documento di emissione standardizzato utilizzato a livello internazionale.

¹⁵ Secondo l'art. 8 del Regolamento Prospetto, per i titoli diversi dai titoli di capitale, prevede che il prospetto può consistere, a scelta dell'emittente, dell'offerente o del soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, in un prospetto di base contenente le informazioni necessarie concernenti l'emittente e i titoli offerti al pubblico o destinati ad essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato.

do in particolare due proposte redazionali:

- **un approccio cd. “modulare e orizzontale” nella descrizione dei prodotti**, che consenta quindi attraverso la combinazione di elementi di annoverare un numero più elevato di strutture e di prodotti nell’ambito del medesimo prospetto di base;
- **un maggiore utilizzo della possibilità riconosciuta dal Regolamento Prospetto rispetto alle informazioni di “categoria C”**, ovvero la facoltà di demandare integralmente alle Condizioni Definitive la precisazione di taluni elementi relativi alla singola emissione.

L’intento delle Linee Guida nel caso di Prospetti per titoli di debito è stato pertanto quello di facilitare la redazione e l’approvazione da parte degli emittenti in un contesto che garantisca sì un approccio commerciale e di mercato ma che mantenga comunque inalterata la qualità dell’informativa destinata all’investitore e la sua comprensibilità.

5. Prospettive.

Le Linee Guida, come fonti di terzo livello, possono soltanto individuare, in un approccio analitico, possibili aree di miglioramento, ferma restando la normativa attuale. In tal senso, l’obiettivo è raggiunto non tanto e non solo nella definizione dei contenuti e nella riparametrazione effettuata di eventuali aree informative in tema di prospetti, quanto più in generale in termini di collaborazione fattiva e trasparenza tra *industry* e Autorità, che rappresenta sicuramente il passo principale verso l’obiettivo comune di un rilancio del mercato dei capitali italiano.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

