

PROPOSTA DI COMUNICAZIONE IN MATERIA DI CRITERI PER IL CONTROLLO DEL PROSPETTO DA PARTE DELLA CONSOB NELL'AMBITO DELLA DISCIPLINA POSTA DAL REGOLAMENTO UE N. 1129/2017 E DAL REGOLAMENTO DELEGATO UE N. 980/2019 DELLA COMMISSIONE.

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

19 Luglio 2019

Le risposte alla consultazione dovranno pervenire entro il giorno **3 settembre 2019**, *on-line* per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno](#).

oppure al seguente indirizzo:

CONSOB

**Divisione Informazione Emittenti
Divisione Intermediari
Divisione Strategie Regolamentari**

Via G.B. Martini, n. 3

00198 ROMA

I commenti pervenuti saranno valutati ed elaborati ai fini dell'adozione dell'atto e pubblicati sul sito *internet* della Consob, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati

1. Premessa

A partire dal 21 luglio 2019 è integralmente applicabile nell'ordinamento degli Stati membri dell'Unione europea la nuova normativa europea sul prospetto posta dal Regolamento UE n. 1129/2017 del 14 giugno 2017 (di seguito "Regolamento Prospetto") e dal Regolamento Delegato UE n. 980/2019 della Commissione del 14 marzo 2019 (di seguito "Regolamento Delegato"), emanato ai sensi dell'art. 44 del Regolamento Prospetto¹.

Dalla stessa data, pertanto, il nuovo quadro normativo comporterà l'abrogazione della previgente disciplina posta dalla Direttiva 2003/71/CE (di seguito "Direttiva Prospetto").

Rispetto al regime previgente, il Regolamento Prospetto ed il Regolamento Delegato recano norme in materia di controlli che le autorità nazionali competenti (di seguito anche ACN) sono chiamate a svolgere al fine dell'approvazione dei prospetti d'offerta o ammissione alle negoziazioni di titoli che ricadono nell'ambito di applicazione del citato Regolamento

La previsione di norme in tale ambito, come, tra l'altro, precisato nei Considerando al Regolamento Prospetto, muove dal rilievo che le autorità nazionali hanno seguito, nel regime previgente, approcci differenti nel controllo dei prospetti da approvare e, conseguentemente, il Regolamento Prospetto si pone l'obiettivo di armonizzare i criteri di controllo seguiti dalle autorità nazionali, procedendo alla loro ottimizzazione.

2. Le nuove norme europee

2.1. Disposizioni in materia di controllo del prospetto

L'approvazione del prospetto è definita dall'art. 2, lett. (r), del Regolamento Prospetto come *"l'atto positivo al termine del controllo, da parte dell'autorità competente dello Stato membro d'origine, della completezza, della coerenza e della comprensibilità delle informazioni fornite nel prospetto"*.

Il Regolamento Delegato stabilisce un elenco di controlli obbligatori da parte delle ACN. Tali criteri sono indicati negli artt. 36 (completezza), 37 (comprensibilità) e 38 (coerenza) del Regolamento Delegato (*cf.* Appendice al presente documento).

Il Regolamento Delegato, inoltre, prevede che *"Se necessario per la tutela degli investitori, l'autorità competente può applicare criteri aggiuntivi rispetto a quelli di cui agli articoli 36, 37 e 38 ai fini del controllo della completezza, della comprensibilità e della coerenza delle informazioni contenute nella bozza di prospetto"* (art. 40) .

Da ultimo l'art. 41 introduce previsioni in materia di approccio proporzionato al controllo della bozza di prospetto.

¹ Regolamento Delegato (Ue) 2019/980 della Commissione del 14 marzo 2019 che integra il regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda il formato, il contenuto, il controllo e l'approvazione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga il regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione, pubblicato in GUUE serie L 166, p. 26 del 21 giugno 2019. Esso abroga il Regolamento 809/2004/CE.

Il Regolamento Prospetto, infine, demanda all'ESMA l'elaborazione di orientamenti destinati alle ACN in materia di vigilanza e corretta applicazione delle norme UE in materia di prospetto.

2.2. Disposizioni in materia di semplificazione delle informazioni

L'obiettivo della semplificazione e della chiarezza delle informazioni caratterizza in molteplici profili il nuovo contesto regolamentare, ispirando numerose disposizioni del Regolamento Prospetto e del Regolamento Delegato.

Tali obiettivi dovranno pertanto essere necessariamente presi in considerazione nell'ambito dell'attività di controllo dei prospetti svolta dall'autorità.

Il Regolamento Prospetto, infatti, sottolinea più volte la necessità che le informazioni nel prospetto siano redatte e presentate in modo facilmente analizzabile, succinto e comprensibile (art. 6, comma 2, Regolamento Prospetto)².

Anche il Regolamento Delegato che definisce le informazioni minime e il formato dei prospetti è ispirato ad una semplificazione rispetto alla normativa previgente, soprattutto per le emissioni secondarie e i prospetti UE per la crescita.

Ulteriori disposizioni volte alla semplificazione e alla chiarezza delle informazioni da riportare nel prospetto attengono anche alla modalità di rappresentazione dei fattori di rischio, che devono essere specifici per l'emittente e/o i titoli e rilevanti per le decisioni di investimento (art. 16 Regolamento Prospetto).

Alla luce del nuovo contesto normativo e nell'ottica di assicurare la più elevata tutela degli investitori, la maggiore efficienza dell'azione amministrativa ed al fine di rendere effettiva la semplificazione degli oneri a carico degli operatori di mercato, occorre procedere ad una revisione e sostituzione della Comunicazione DEM/9025420 del 24 marzo 2009 per adeguare la posizione della Consob al nuovo contesto di riferimento, chiarendo quali profili debbano ritenersi superati dalle nuove norme e quali conclusioni, già espresse nel 2009, possano, invece, ritenersi di perdurante validità, anche all'indomani dell'integrale applicazione della nuova disciplina.

3. I controlli svolti sui prospetti nel regime della Direttiva Prospetto.

Nel contesto normativo previgente, l'approvazione del prospetto è definita come l'atto positivo ad esito della verifica della completezza, ivi incluse la coerenza e la comprensibilità, delle informazioni contenute nel prospetto (art. 2, lett. q), della Direttiva Prospetto).

² Si evidenzia al riguardo che il termine "succinto" è stato introdotto per la prima volta dal Regolamento Prospetto. Nel Considerando 27 del Regolamento viene specificato che "il prospetto non dovrebbe contenere informazioni che non siano rilevanti e specifiche dell'emittente e dei titoli in questione, in quanto ciò potrebbe nascondere le informazioni pertinenti ai fini della decisione di investimento e quindi compromettere la tutela degli investitori".

La Consob con Comunicazione DEM/9025420 del 24 marzo 2009 ha chiarito i compiti che la Direttiva Prospetto e le norme di recepimento nazionali contenute nel TUF assegnano alla stessa Consob in sede di approvazione dei prospetti e dei relativi eventuali supplementi.

La Comunicazione del 2009, pur se relativa all'approvazione dei prospetti riguardanti titoli di capitale, è applicata dagli Uffici anche con riferimento ai prospetti di titoli *non equity*.

Come chiarito nella citata Comunicazione della Consob, in sintesi:

- la verifica di completezza delle informazioni del prospetto riguarda l'accertamento del rispetto dei requisiti di contenuto specificamente prescritti dal Regolamento UE 809/2004 e dai relativi allegati, anche al fine di valutare se vi sia l'esigenza di richiedere informazioni supplementari nel caso specifico;
- la verifica di coerenza implica sia una valutazione della coerenza "interna" del patrimonio informativo contenuto nel prospetto e nella documentazione allegata e/o trasmessa nel corso della stessa istruttoria, sia la verifica della coerenza "esterna" con altre informazioni acquisite aliunde che siano pertinenti rispetto ai requisiti di contenuto prescritti dal Regolamento UE 809/2004 (fermo restando il rispetto dell'esigenza di celerità cui deve essere improntato il procedimento di approvazione del prospetto); le verifiche di coerenza in ogni caso non includono; (i) l'esame della rispondenza dei dati di bilancio contenuti nel prospetto alla contabilità sociale; (ii) il riesame puntuale della corrispondenza ai dati contabili delle rielaborazioni effettuate ai fini dell'inserimento nel prospetto; (iii) un controllo di corrispondenza dei bilanci inseriti in detti documenti alle norme che ne disciplinano la redazione;
- in particolare, la verifica di coerenza delle informazioni riportate nel prospetto comprende anche le informazioni acquisite nel corso di altre istruttorie svolte dalla Consob; pertanto, nell'ipotesi in cui non vi sia coerenza fra le informazioni in possesso dell'autorità e quelle contenute nel prospetto, sussiste il potere/dovere di richiedere integrazioni e modifiche all'informativa resa nel prospetto;
- la verifica di comprensibilità è volta a controllare che le informazioni inserite nel prospetto siano esposte secondo canoni di leggibilità e chiarezza, tenendo conto, tra l'altro, della diversa valenza informativa assegnata dalle norme europee alla nota di sintesi (caratterizzata da un linguaggio meno tecnico e di più agevole comprensibilità per investitori inesperti) rispetto al resto del prospetto.

Per contro, sulla base della citata Comunicazione, non rientrano nei compiti attribuiti alla Consob in sede di approvazione del prospetto le verifiche di veridicità delle informazioni in esso riportate ovvero le verifiche di conformità delle operazioni descritte nel prospetto al diritto societario. Spetta, infatti, ai soggetti che assumono la responsabilità del prospetto assicurare che questo non contenga informazioni false e consegua gli obiettivi informativi sopra richiamati.

Le modalità di controllo dei prospetti posta in essere dagli Uffici della Consob sono sostanzialmente in linea con le indicazioni tempo per tempo fornite dall'ESMA.

4. L'applicazione del nuovo regime discendente dal Regolamento Prospetto e dal Regolamento Delegato.

La Consob, in vista dell'integrale applicazione della nuova normativa europea a partire dal 21 luglio 2019, ha intrapreso un'attività finalizzata alla verifica dell'attualità e della rispondenza della propria attività istruttoria in materia di prospetto al nuovo contesto normativo, interrogandosi, in particolare, sulle situazioni in cui applicare i criteri per il controllo del prospetto aggiuntivi ("additional criteria" nella versione inglese del Regolamento Delegato) rispetto a quelli ordinari previsti dall'art. 40 del Regolamento Delegato.

Preliminarmente, si segnala che la valutazione operata dalla Consob circa la necessità di adottare i criteri aggiuntivi di controllo discende da una pluralità di esigenze, oltreché dal contesto giuridico e di mercato di riferimento.

4.1. Il contesto nazionale di riferimento

L'esigenza di protezione dell'investitore, la necessità di garantire coerenza fra le informazioni contenute nel prospetto e quelle nella disponibilità della Consob per l'assolvimento dei propri compiti istituzionali, le specifiche caratteristiche del sistema di vigilanza nazionale e delle competenze attribuite alla Consob sono tutti elementi che rilevano ai fini della definizione dei criteri di controllo da applicare nel procedimento di approvazione dei prospetti.

In particolare, la tutela dell'investitore *retail* assume un significato particolare nel contesto domestico, caratterizzato da una contenuta liquidità dei mercati e dall'elevata incidenza di strumenti finanziari nei portafogli degli investitori *retail*, soprattutto per il comparto bancario che negli ultimi anni ha risentito dei rilevanti impatti derivanti dalla novellata normativa relativa alla risoluzione delle Banche, di situazioni di crisi e criticità che hanno caratterizzato alcuni istituti bancari, tra cui i noti fenomeni di *misselling*.

4.2. Le competenze di vigilanza della Consob

L'esigenza di coerenza del prospetto con le informazioni disponibili nell'Istituto nell'assolvimento dei propri compiti istituzionali e di verificare informazioni esterne al prospetto è connessa alle specifiche competenze di vigilanza della Consob. La Consob, infatti, svolge competenze integrate di vigilanza (quali, ad es., le competenze ai sensi della Direttiva *Transparency*, del regolamento MAR, della Direttiva MiFID II, Direttiva Ucits, della Direttiva OPA) nonché altri compiti individuati dalla normativa nazionale in materia di emittenti e di intermediari.

La Consob dovrà assicurare il coordinamento l'attività istruttoria in materia di prospetto ed il patrimonio informativo di cui è in possesso in base all'espletamento di altri compiti istituzionali.

A tali considerazioni, si aggiunge l'osservazione che la nuova disciplina europea in materia di prospetti, ha armonizzato i criteri di controllo, ma non anche il regime di responsabilità in capo

all'Autorità competente per l'approvazione dei prospetti (*cf.* art. 20, par. 9 del Regolamento Prospetto), rimettendo tale disciplina ai legislatori nazionali³.

L'applicazione di criteri aggiuntivi in tale ambito è, così, finalizzata ad assicurare il coordinamento fra l'attività di scrutinio dei prospetti e le informazioni che la Consob ha acquisito nell'ambito di altre attività di vigilanza, assicurando la coerenza complessiva dell'azione dell'Istituto nello svolgimento dei propri compiti istituzionali.

4.3. L'articolazione delle funzioni di vigilanza sui mercati finanziari

La tematica dei criteri aggiuntivi tiene conto dell'articolazione complessiva del sistema di vigilanza finanziario italiano, caratterizzato dalla presenza di due distinte Autorità, una competente per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, e l'altra competente per il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari, nonché da una società di gestione dei mercati competente per l'ammissione a quotazione (sulla quale l'ordinamento ha attribuito alla Consob una vigilanza sovraordinata ai sensi dell'art. 66, comma 7, del TUF) che impone un'esigenza di coordinamento e cooperazione tra diversi soggetti, esigenza presente anche nell'ambito del nuovo Regolamento Prospetto⁴.

In particolare, la suddivisione delle competenze può richiedere la necessità di attivare scambi informativi al fine di acquisire informazioni in possesso delle Autorità prudenziali.

4.4. Il caso delle IPO

L'esigenza di applicare criteri aggiuntivi è particolarmente evidente nei prospetti di IPO (*Initial Public Offering*), sia nell'ipotesi di offerta al pubblico *retail*, sia in caso di prospetti di mera ammissione alle negoziazioni delle azioni sul mercato regolamentato (assistite o meno da offerte istituzionali), in considerazione della circostanza che trattasi di emittenti "*non conosciuti dal mercato*", o comunque non pienamente assoggettati ai controlli *on-going* della Consob (come nel caso delle società già ammesse all'AIM che vogliono passare al mercato regolamentato) si è tenuto conto dell'esigenza di assicurare una compiuta informazione in merito a taluni aspetti di significativa rilevanza per l'appropriata valutazione, da parte degli investitori, della situazione economica finanziaria e patrimoniale delle società interessate.

Infatti, nel caso di operazioni di IPO, le rilevanti modifiche organizzative che la società deve intraprendere, al fine di ottemperare alla normativa applicabile alle società quotate, richiedono una verifica più attenta di talune informazioni riportate nei prospetti. In altre parole, l'applicazione per la prima volta di nuove regole necessarie ai fini della quotazione può rendere importante lo svolgimento di ulteriori verifiche. Ci si riferisce alla rilevanza che possono assumere alcuni approfondimenti dei controlli per comprendere le specificità e gli eventi importanti nella vita delle società, spesso interessate da riorganizzazioni interne sia del *business*

³ La medesima scelta era compiuta nella Direttiva Prospetto.

⁴ *Cfr.* Considerando (71) al Regolamento Prospetto "[...] La designazione di un'autorità competente per l'approvazione dei prospetti non dovrebbe escludere la cooperazione tra tale autorità competenti e terzi, quali autorità di regolamentazione bancaria e assicurativa o autorità incaricate della vigilanza sulle quotazioni, al fine di assicurare l'efficienza del processo di controllo e di approvazione dei prospetti nel comune interesse degli emittenti, degli investitori, dei partecipanti al mercato e dei mercati stessi [...]".

sia di *corporate governance* e dall'adozione di un nuovo *corpus* di principi contabili ai fini della quotazione iniziale.

4.5. Il contesto europeo

La ricostruzione effettuata nella Comunicazione tiene altresì conto del raffronto con le prassi seguite da altre NCA nell'ambito dei lavori di convergenza posti in essere dall'ESMA. In generale, si rileva che con riguardo agli scambi informativi interni all'Autorità, è riscontrabile un operato di altre NCA analogo a quello dell'Istituto, in termini di scambi informativi interni all'Autorità, laddove anche le altre NCA abbiano competenze di vigilanza integrate, come ad es. le competenze in materia di *Transparency* e *Market Abuse*.

5. Ampiezza dei controlli ed impatto sull'obiettivo di semplificazione

Sulla base di quanto esposto in precedenza e con specifico riguardo all'obiettivo di semplificazione dell'attività amministrativa e normativa, si rileva che l'applicazione di criteri aggiuntivi di controllo è un'attività la Consob svolgerà in maniera complementare e integrata rispetto alle verifiche connesse ai c.d. criteri standard di controllo specificamente enumerati nel Regolamento Delegato; pertanto, tutta la complessiva attività di controllo dei prospetti sarà svolta nell'ambito dei tempi istruttori previsti dalla normativa applicabile.

I criteri di controllo sono principalmente finalizzati ad assicurare che il patrimonio informativo di cui la Consob dispone non sia in contraddizione con il *set* informativo del prospetto, fermo restando che, ove le informazioni acquisite ad esito dell'applicazione dei criteri aggiuntivi siano rilevanti ai fini della decisione di investimento e rientrino nelle informazioni prescritte dagli applicabili schemi, potrà rendersi necessaria l'integrazione del prospetto al fine di assicurare la completezza, coerenza e comprensibilità dello stesso.

Da ciò discende che l'applicazione dei criteri di controllo aggiuntivi non comporta automaticamente l'inserimento di informazioni ulteriori nel prospetto sottoposto in bozza dall'emittente e non determina un aggravio delle regole informative poste negli schemi di prospetto previsti dal Regolamento Delegato né tantomeno determina l'inserimento di *items* ulteriori rispetto ai suddetti schemi.

Si evidenzia, quindi, che l'individuazione di criteri aggiuntivi di controllo non dovrebbe vanificare l'obiettivo della semplificazione del prospetto che ha ispirato la nuova disciplina in materia - perseguito attraverso le nuove previsioni relative alla redazione della nota di sintesi, ai fattori di rischio, agli schemi di prospetto semplificato, all'ampliamento della facoltà di incorporazione mediante riferimento, al documento di registrazione universale ed alla generale semplificazione dei contenuti degli schemi - e dunque non appare aggravare gli oneri in capo agli emittenti.

Occorre inoltre rammentare che, come è posto in rilievo nei Considerando al Regolamento Prospetto⁵, la precedente Direttiva non aveva raggiunto compiutamente gli obiettivi originari e

⁵ Cfr. Considerando (5) e (6) del Regolamento Prospetto.

sono state pertanto introdotte modifiche alla disciplina per semplificarne e migliorarne l'applicazione, per accrescere l'efficienza e migliorare la competitività.

Si segnala, da ultimo, che nell'ambito della revisione del Regolamento Consob n.11971/1999 in materia di emittenti da effettuarsi ai fini dell'adeguamento delle disposizioni ivi contenute al nuovo Regolamento Prospetto, le scelte regolamentari adottate dalla Consob sono improntate al criterio della semplificazione sia degli oneri informativi ed operativi in capo ai soggetti vigilati che dei termini procedurali.

6. Struttura della Comunicazione

Alla luce delle sopra riportate considerazioni, si riporta in allegato la bozza di Comunicazione che si sottopone alla consultazione del pubblico.

In particolare, la Comunicazione, dopo aver richiamato il nuovo contesto normativo di riferimento e gli obiettivi della nuova disciplina (con special riguardo alle disposizioni in materia di controllo e all'obiettivo di semplificazione, cfr. par. 1), le finalità della Comunicazione stessa (par. 2) e gli ambiti esclusi dall'attività di controllo dei prospetti (par. 3), individua le situazioni cui la Consob applicherà i criteri aggiuntivi *ex art. 40* del Regolamento Delegato e le motivazioni sottostanti ad essi (par 4); si illustrano alcune considerazioni in materia di approccio proporzionato (par. 5).

Ad esito della procedura di pubblica consultazione e una volta approvata dalla Commissione nella sua stesura definitiva, la Comunicazione in oggetto sostituirà la Comunicazione della Consob n. DEM/9025420 del 24 marzo 2009.

Il presente Documento riporta, in appendice, un estratto delle disposizioni rilevanti in materia di controllo del prospetto tratte dal Regolamento Delegato n. 980/2019 (UE) della Commissione del 14.3.2019.

COMUNICAZIONE

N. [REGISTRO COMUNICAZIONI] DEL [...]

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

1. Il nuovo contesto normativo in materia di prospetto.

A partire dal 21 luglio 2019 è integralmente applicabile nell’ordinamento degli Stati membri dell’Unione europea la nuova normativa europea sul prospetto posta dal Regolamento UE n. 1129/2017 del 14 giugno 2017 (di seguito “Regolamento Prospetto”)⁶ e dal Regolamento Delegato UE n. 980/2019 della Commissione del 14 marzo 2019 (di seguito “Regolamento Delegato”), emanato ai sensi dell’art. 44 del Regolamento Prospetto⁷.

Dalla stessa data, pertanto, il nuovo quadro normativo comporterà l’abrogazione della previgente disciplina posta dalla Direttiva 2003/71/CE (di seguito “Direttiva Prospetto”)⁸ e, conseguentemente, della normativa europea di secondo grado e nazionale di recepimento adottate sulla base della citata Direttiva.

La revisione della Direttiva Prospetto era stata posta fra le tappe del completamento del programma del “Piano d’azione per la creazione dell’Unione dei mercati dei capitali” (cd. “*Capital Markets Union*”)⁹, ispirato dall’obiettivo di facilitare l’accesso al mercato dei capitali da parte delle imprese europee, assicurando, nel contempo, un’adeguata tutela degli investitori e la semplificazione degli oneri amministrativi per gli operatori.

L’obiettivo individuato dalla Commissione europea comporta, da un lato, l’armonizzazione dei criteri di controllo e delle procedure di approvazione dei prospetti e, dall’altro, la semplificazione delle informazioni che devono essere adattate alle caratteristiche dell’emittente e dei titoli affinché un investitore possa procedere ad una valutazione con cognizione di causa.

⁶ Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017 relativo al prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE, pubblicato in GUUE serie L 168, p. 12 del 30 giugno 2017.

⁷ Regolamento Delegato (UE) 2019/980 della Commissione del 14 marzo 2019 che integra il regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda il formato, il contenuto, il controllo e l’approvazione del prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga il regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione, pubblicato in GUUE serie L 166, p. 26 del 21 giugno 2019. Si rammenta, per completezza, che il nuovo quadro normativo europeo in materia di prospetto è composto anche dal Regolamento delegato UE n. 979/2019 della Commissione del 14 marzo 2019 che integra il regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione relative alle informazioni finanziarie chiave nella nota di sintesi del prospetto, alla pubblicazione e alla classificazione dei prospetti, alla pubblicità relativa ai titoli, ai supplementi al prospetto e al portale di notifica, e che abroga i regolamenti delegati (UE) n. 382/2014 e (UE) 2016/301 della Commissione, pubblicato in GUUE serie L 166, p. 1 del 21 giugno 2019.

⁸ 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 2001/34/CE.

⁹ Programma avviato dalla Commissione europea con la sua comunicazione del 30 settembre 2015.

1.1. Le previsioni in materia di controllo

Rispetto al regime previgente, il Regolamento Prospetto ed il Regolamento Delegato recano norme in materia di controlli che le autorità nazionali competenti (di seguito anche ACN) sono chiamate a svolgere al fine dell'approvazione dei prospetti d'offerta o ammissione alle negoziazioni di titoli che ricadono nell'ambito di applicazione del citato Regolamento.

La previsione di norme in tale ambito, come, tra l'altro, è precisato nei Considerando al Regolamento Prospetto, muove dal rilievo che le autorità nazionali hanno seguito, nel regime previgente, approcci differenti nel controllo dei prospetti da approvare e, conseguentemente, il Regolamento Prospetto si pone l'obiettivo di armonizzare i criteri di controllo seguiti dalle autorità nazionali, procedendo alla loro ottimizzazione¹⁰.

I criteri per il controllo del prospetto stabiliti dal Regolamento Delegato sono distinti nelle tre categorie di verifica della (i) completezza (art. 36), (ii) comprensibilità (art. 37) e (iii) coerenza (art. 38). Il Regolamento Delegato, dunque, nelle norme citate indica gli elementi che le Autorità devono prendere in considerazione nel controllo della completezza, comprensibilità e coerenza delle informazioni contenute nella bozza del prospetto. Tali criteri, alla luce dell'impianto normativo del Regolamento Delegato, possono qualificarsi come obbligatori o *standard*, quindi riferibili a tutti i prospetti ed a tutte le autorità nazionali competenti.

Il Regolamento Delegato, inoltre, prevede che *“Se necessario per la tutela degli investitori, l'autorità competente può applicare criteri aggiuntivi rispetto a quelli di cui agli articoli 36, 37 e 38 ai fini del controllo della completezza, della comprensibilità e della coerenza delle informazioni contenute nella bozza di prospetto”* (art.40).

Nella normativa richiamata non sono fornite ulteriori indicazioni in merito alla definizione di tali controlli aggiuntivi¹¹.

Inoltre, il Regolamento Delegato contiene disposizioni che definiscono un approccio proporzionato nell'attività di controllo dei prospetti volto a consentire, per ragioni di efficienza, all'ACN un'attività di controllo più leggera in presenza di informazioni già oggetto di controllo o di riesame da parte della medesima autorità (*cf.* art. 41 Regolamento Delegato).

1.2. La semplificazione delle informazioni contenute nei prospetti

L'obiettivo della semplificazione e della chiarezza delle informazioni caratterizza in molteplici profili il nuovo contesto regolamentare, ispirando numerose disposizioni del Regolamento Prospetto e del Regolamento Delegato.

¹⁰ *Cfr.* Considerando (60) al Regolamento Prospetto. Inoltre, la Relazione che accompagna il testo del Regolamento delegato specifica sul punto che il regolamento delegato *“mira a creare un corpus unico di norme che possa essere attuato in modo coerente in tutta la UE”*.

¹¹ Infatti, nel Considerando n. 22 si afferma quanto già può inferirsi dalla disposizione dell'art. 40 del Regolamento delegato cioè la necessità di garantire un elevato livello di tutela degli investitori e la possibilità che le autorità competenti prendano in considerazione, ove necessario, criteri aggiuntivi per il controllo della completezza, della coerenza e della comprensibilità delle bozze di prospetto *“al fine di adattare tale controllo alle caratteristiche specifiche dei prospetti”*.

Tali obiettivi dovranno pertanto essere necessariamente presi in considerazione nell'ambito dell'attività di controllo dei prospetti svolta dall'autorità.

Il Regolamento Prospetto, infatti, sottolinea più volte la necessità che le informazioni nel prospetto siano redatte e presentate in modo facilmente analizzabile, succinto e comprensibile (art. 6, comma 2, Regolamento Prospetto).

Si evidenzia al riguardo che il termine “succinto” è stato introdotto per la prima volta dal Regolamento Prospetto. Nel Considerando 27 del Regolamento viene specificato che *“il prospetto non dovrebbe contenere informazioni che non siano rilevanti e specifiche dell'emittente e dei titoli in questione, in quanto ciò potrebbe nascondere le informazioni pertinenti ai fini della decisione di investimento e quindi compromettere la tutela degli investitori”*.

Anche il Regolamento Delegato che definisce le informazioni minime e il formato dei prospetti è ispirato ad una semplificazione rispetto alla normativa previgente, soprattutto per le emissioni secondarie e i prospetti UE per la crescita.

Ulteriori disposizioni volte alla semplificazione e alla chiarezza delle informazioni da riportare nel prospetto attengono anche alla modalità di rappresentazione dei fattori di rischio, che devono essere specifici per l'emittente e/o i titoli e rilevanti per le decisioni di investimento (art. 16 Regolamento Prospetto). In particolare, il prospetto *“non dovrebbe contenere fattori di rischio generici e servire soltanto come esclusione della responsabilità, oscurando fattori di rischio più specifici di cui gli investitori dovrebbero essere a conoscenza perché in tal modo impedirebbe che il prospetto presenti le informazioni in forma facilmente analizzabile, succinta e comprensibile”* (Considerando 54).

Inoltre, tra i controlli che assumono particolare rilievo ai fini dell'obiettivo di semplificazione e chiarezza del prospetto si richiamano quelli relativi alla verifica della comprensibilità posti dall'art. 37 del Regolamento Delegato. Le autorità di vigilanza devono, infatti, verificare, tra gli altri elementi, se la bozza di prospetto:

- è esente da ripetizioni inutili;
- raggruppa le informazioni correlate;
- ha una struttura che consente agli investitori di comprenderne il contenuto;
- è scritta in un linguaggio chiaro;
- descrive chiaramente la natura delle operazioni dell'emittente e delle sue principali attività.

Con riferimento ai fattori di rischio, l'ESMA, in conformità a quanto disposto dall'art. 16, comma 4 del Regolamento Prospetto, in data 29 marzo 2019 ha pubblicato il *“Final Report: ESMA Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation”*¹².

Tali linee guida sono rivolte alle autorità nazionali e dovranno essere considerate parte integrante delle verifiche che saranno svolte nell'esame e nell'approvazione dei prospetti. In particolare tali

¹² Le Linee guida, una volta approvate, devono essere tradotte nelle lingue ufficiali europee e pubblicate sul sito dell'ESMA. Dovranno essere applicate due mesi dopo la loro pubblicazione. Le autorità competenti dovranno notificare all'ESMA se rispettano, non rispettano ma intendono adeguarsi, ovvero non rispettano e non intendono adeguarsi.

orientamenti hanno l'obiettivo di incoraggiare un'informativa dei principali rischi che sia facilmente analizzabile, concisa e comprensibile, fornendo un supporto alle autorità di vigilanza nella verifica della presentazione dei fattori di rischio e nella valutazione della loro specificità e rilevanza.

L'attività di controllo della Consob dovrà includere, dunque, le verifiche richieste dal nuovo Regolamento Prospetto, dal Regolamento Delegato e dagli orientamenti dell'ESMA affinché sia assicurato il rispetto da parte degli emittenti dell'obiettivo di una significativa semplificazione del prospetto.

2. Le finalità della presente Comunicazione

La Consob nel 2009 aveva chiarito i compiti che la Direttiva Prospetto e le norme di recepimento nazionali contenute nel TUF assegnano alla Consob in sede di approvazione dei prospetti e dei relativi eventuali supplementi¹³.

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

Le considerazioni oggetto di rappresentazione tengono conto delle prime interpretazioni fornite dall'ESMA, sia nell'ambito delle procedure di elaborazione della normativa cd. di "livello 2" nell'ambito delle quali sono state esaminate le osservazioni formulate dal pubblico degli *stakeholders*, sia nel contesto delle indicazioni che l'Autorità europea ha negli anni fornito alle autorità nazionali nell'ambito dell'attività di convergenza dell'attività di vigilanza (ad esempio nei "Supervisory Briefing" rivolti alle autorità) e del raffronto con le prassi seguite dalle altre autorità nazionali competenti (ACN) nell'attività di controllo dei prospetti.

Inoltre, la complessiva analisi svolta tiene conto delle specificità del contesto italiano emerse nella prassi istruttoria della Consob in materia di prospetto e, soprattutto, della circostanza che la Consob è un'autorità di vigilanza con competenze integrate, essendo attribuite alla stessa compiti istituzionali di vigilanza in settori ulteriori rispetto all'approvazione dei prospetti d'offerta e/o ammissione alle negoziazioni¹⁴.

La tematica dei criteri aggiuntivi di controllo deve altresì tener conto dell'articolazione complessiva del sistema di vigilanza finanziario italiano, caratterizzato dalla presenza di due distinte Autorità, una competente per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, e l'altra competente per il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari, nonché da una società di gestione dei mercati competente per l'ammissione a quotazione (sulla quale l'ordinamento ha attribuito alla Consob una vigilanza sovraordinata ai

¹³ Tale Comunicazione, pur se specificamente riferita all'approvazione dei prospetti riguardanti titoli di capitale, recava indicazioni agevolmente riferibili anche con riferimento ai prospetti di titoli di debito.

¹⁴ Quali, ad es., le competenze ai sensi della Direttiva *Transparency*, del Regolamento MAR, della Direttiva MiFID II, della Direttiva Ucits, della Direttiva OPA) nonché svolge altri compiti individuati dalla normativa nazionale in materia di emittenti e di intermediari.

sensi dell'art. 66, comma 7, del TUF) che impone un'esigenza di coordinamento e cooperazione tra diversi soggetti, esigenza presente anche nell'ambito del nuovo Regolamento Prospetto¹⁵.

Si consideri anche che la previsione di criteri di controllo del prospetto non è stata accompagnata dalla previsione di un regime armonizzato della responsabilità delle singole autorità nazionali, ambito che resta disciplinato dagli ordinamenti nazionali (*cf.* art. 20, par. 9, Regolamento Prospetto).

Non da ultimo, come si evince da quanto sopra evidenziato, nell'esame della tematica dei criteri di controllo, occorre porre particolare attenzione all'obiettivo della semplificazione e della chiarezza delle informazioni da riportare nei prospetti; tali obiettivi dunque dovranno essere necessariamente presi in considerazione nell'ambito dell'attività di controllo dei prospetti svolta dall'Autorità e, parimenti, orientare e richiamare l'attenzione degli emittenti e dei soggetti tenuti alla redazione di un prospetto affinché l'inserimento di informazioni nei prospetti risponda in modo efficace ai principi che sorreggono la nuova disciplina.

Le considerazioni evidenziate nella presente comunicazione sono da considerarsi preliminari rispetto al ruolo che all'ESMA è assegnato al fine di assicurare la convergenza delle prassi seguite dalle autorità degli Stati membri¹⁶.

La finalità è, pertanto, di fornire al pubblico un primo indirizzo applicativo connesso all'integrale applicazione del nuovo contesto regolamentare.

3. I controlli esclusi nell'ambito dell'attività di verifica dei prospetti

Anche nella nuova disciplina, non possono considerarsi inclusi nel perimetro delle verifiche delle informazioni riportate nei prospetti ai fini dell'approvazione da parte dell'Autorità, i seguenti profili:

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

Tale esclusione si evince in modo diretto dalle norme sopra richiamate; essa caratterizzava il regime fondato sulla Direttiva Prospetto ma è anche alla base della disciplina posta dal Regolamento Prospetto. Infatti, l'approvazione del prospetto riguarda le informazioni in esso contenute e non l'approvazione da parte dell'autorità dell'operazione d'offerta/ammissione alle negoziazioni; inoltre, i criteri di completezza, coerenza e comprensibilità, tanto declinati nei

¹⁵ *Cfr.* Considerando (71) al Regolamento Prospetto “[...] *La designazione di un'autorità competente per l'approvazione dei prospetti non dovrebbe escludere la cooperazione tra tale autorità competenti e terzi, quali autorità di regolamentazione bancaria e assicurativa o autorità incaricate della vigilanza sulle quotazioni, al fine di assicurare l'efficienza del processo di controllo e di approvazione dei prospetti nel comune interesse degli emittenti, degli investitori, dei partecipanti al mercato e dei mercati stessi [...]*”.

¹⁶ Si consideri infatti quanto riportato nel Documento ESMA del 28 marzo 2018 (ESMA31-62-800) “*Final Report. Technical advice under the Prospectus Regulation*” al par. 838 “*Once the new Level 2 measures are put in place and it has been possible to assess how they function, ESMA will consider whether there is a need for further guidance at Level 3 in relation to the criteria for scrutiny and review. Such guidance might be delivered as guidelines, in response to the specific empowerment in PR Article 20(12), or in the form of other Level 3 measures.*”

criteri standard tanto nei controlli aggiuntivi, non possono considerarsi come un'attività di *due diligence* compiuta dall'Autorità sull'attività dell'emittente.

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

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

Ciò comporta dunque che la Consob non può richiedere la modifica dell'operazione o dei bilanci inclusi nel prospetto ma può soltanto richiedere di fornire informazioni supplementari da includere nel prospetto per fornire agli investitori tutte le informazioni necessarie per una scelta di investimento consapevole, chiedere modifiche delle informazioni in esso contenute ovvero rappresentare alle persone responsabili del prospetto le ragioni per cui tale documento non è idoneo all'approvazione¹⁷.

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

4. I criteri aggiuntivi per il controllo della completezza, della coerenza e della comprensibilità delle informazioni contenute nel prospetto

Una volta richiamate le principali previsioni normative in materia e chiarite le verifiche non incluse nell'attività di controllo dei prospetti da parte dell'autorità, si può affrontare la tematica dei controlli aggiuntivi cui l'art. 40 del Regolamento Delegato fa riferimento.

In primo luogo si può notare che il Regolamento Delegato non limita la possibilità di applicazione di criteri aggiuntivi di controllo a casi eccezionali, né impone all'Autorità di valutare, caso per caso, se un supplemento di scrutinio sia necessario.

Inoltre, sulla base di quanto chiarito dall'ESMA, la norma richiamata non necessariamente deve identificarsi nell'applicazione di un criterio di coerenza delle informazioni rispetto ad informazioni esterne al prospetto; tale attività è rimessa alla discrezionalità delle autorità nazionali¹⁸.

¹⁷ Tale conclusione, oltre che dalle disposizioni del Regolamento delegato, discende dagli art. 20, par. 4,5,6 e 32 del Regolamento Prospetto.

¹⁸ Su questo tema si consideri quanto affermato nell'*ESMA Final Report. Technical advice under the Prospectus Regulation* cit. al par. 838: “*ESMA acknowledges the wish from respondents to have clarity in relation to information outside the prospectus and the role this plays in NCAs’ scrutiny of prospectuses. ESMA therefore observes the following, on the basis of PR Articles 2(r), 20(4), 20(11), 32(a), (b) and (c) as well as Recitals 60 and*

Dal quadro normativo complessivamente richiamato si può ricavare che:

- (i) i criteri di controllo obbligatori (individuati dagli artt. 36-38) sono volti ad assicurare un'armonizzazione degli standard di scrutinio in tutta l'Unione europea e tali criteri si applicano integralmente al prospetto ed ai suoi elementi costitutivi (quindi anche quelli inclusi per riferimento) nonché ai documenti di registrazione universale e ai supplementi¹⁹;
- (ii) l'ACN ha la facoltà di applicare criteri aggiuntivi di controllo quando è necessario adattare lo scrutinio alle caratteristiche specifiche di un prospetto, in modo da assicurare un elevato livello di protezione degli investitori²⁰.

L'individuazione di criteri aggiuntivi di controllo consente, da un lato, di rispondere all'obiettivo di armonizzazione della vigilanza sui prospetti da parte delle ACN europee e, dall'altro, all'esigenza che in situazioni specifiche, al fine di assicurare la tutela dell'investitore, si applichino criteri ulteriori rispetto a quelli definiti dal Regolamento Delegato.

4.1. Aspetti preliminari: l'attività istruttoria della Consob in materia di prospetti in relazione alle altre funzioni di vigilanza ed i rapporti della Consob con le Autorità di vigilanza prudenziale

Anche nel nuovo quadro normativo, l'attività istruttoria in materia di prospetto terrà conto del patrimonio informativo di cui l'Istituto è in possesso in base all'espletamento di altri compiti istituzionali. Al fine di assicurare una maggiore efficacia dell'attività di scrutinio dei prospetti, occorre infatti prevedere che, nell'ambito dell'attività istruttoria in materia di prospetti, la Consob possa prendere in considerazione le risultanze dell'attività di vigilanza dalla stessa compiute per l'espletamento delle proprie competenze istituzionali.

Tale posizione assicura l'efficienza e la coerenza dell'operato complessivo della Consob nei confronti dei soggetti vigilati e del pubblico degli investitori ed è in linea con le indicazioni che l'ESMA ha nel tempo fornito nelle proprie policy di vigilanza (ad es. nei *Supervisory Briefing*²¹).

Esemplificando quanto riportato, la Consob verificherà che il prospetto riporti i provvedimenti sanzionatori adottati dalla Consob nei confronti dell'emittente o dei suoi esponenti aziendali

71: NCAs are not required to look at information outside the prospectus in connection with their scrutiny or review of a prospectus/URD; they are only required to scrutinise/review the information contained in the prospectus/URD. However, this should not prevent each NCA from looking into information outside the prospectus in specific situations and on a case-by-case basis when it considers that it might be relevant to do so, nor should it stop the NCA from raising comments in relation to information outside the prospectus which would seem relevant for inclusion in the prospectus [grassetto aggiunto]. Si sottolinea che la formulazione "on a case-by-case" è stata eliminata nella versione finale del Regolamento Delegato come sopra riportato.

¹⁹ Giova richiamare in questo senso il Considerando (21) al Regolamento delegato e anche il par. 835 dell'*ESMA Final Report. Technical advice under the Prospectus Regulation* cit.: "ESMA is mindful that Level 1 has set a goal of harmonising the criteria for scrutiny of the prospectus and observes that the lists of criteria for scrutiny of completeness, comprehensibility and consistency in the proposed Article A [Nota: nell'articolo A del Technical Advice erano contenute le disposizioni ora inserite negli art. 36,37,38 del Regolamento delegato] pursue this goal. Currently no across-the-board scrutiny criteria exist and NCAs are therefore free to determine their individual approaches to scrutiny, within the framework of the prospectus regime. Establishing a set of standardised rules for scrutiny of prospectuses, the lists of criteria in the proposed Article A (now Article N) will therefore undoubtedly harmonise the scrutiny process."

²⁰ Come precisa il Considerando (22) al Regolamento delegato.

²¹ Tali documenti sono di natura riservata, non soggetti a pubblicazione da parte dell'ESMA.

(comminati negli ultimi cinque anni rispetto alla data del Prospetto) ovvero i provvedimenti di *enforcement* delle informazioni finanziarie adottate dall'Autorità nei confronti dell'emittente o del suo Gruppo.

Alla stessa logica soggiace lo scambio di informazioni che la Consob svolge con le Autorità di vigilanza prudenziale cui l'emittente è sottoposto (Banca d'Italia o Banca Centrale europea per le banche, IVASS per gli emittenti assicurativi), nonché la verifica delle informazioni riportate nel prospetto alla luce delle informazioni ricevute dalle autorità di vigilanza prudenziale.

Si segnala che per gli emittenti bancari, per effetto delle disposizioni contenute all'art. 94-bis del D. Lgs. 58/1998 ("TUF") e, segnatamente, di quanto previsto nel Protocollo d'Intesa Consob Banca d'Italia del 21 maggio 2012, la Consob richiede il supporto della Banca d'Italia nelle istruttorie di approvazione dei prospetti.

Quando un prospetto riguarda un ente creditizio di rilevanza sistemica ("*significant*"), sono attivati scambi di informazione con la Banca Centrale Europea, competente in tali situazioni per la vigilanza prudenziale.

Si tratta, pertanto, di attività non propriamente qualificabili come criteri aggiuntivi di controllo in quanto rientranti nello svolgimento di compiti istituzionali attribuiti alla Consob ossia lo scambio di informazioni con le autorità che esercitano compiti di vigilanza prudenziale sull'emittente che richiede l'approvazione di un prospetto. Tale conclusione risulta infatti avvalorata da quanto riportato nel Considerando n. 71 al Regolamento Prospetto specificamente dedicato alle attribuzioni delle autorità nazionali competenti ove si legge che "*La designazione di un'autorità competente per l'approvazione dei prospetti non dovrebbe escludere la cooperazione tra tale autorità competenti e terzi, quali autorità di regolamentazione bancaria e assicurativa o autorità incaricate della vigilanza sulle quotazioni, al fine di assicurare l'efficienza del processo di controllo e di approvazione dei prospetti nel comune interesse degli emittenti, degli investitori, dei partecipanti al mercato e dei mercati stessi.*"

4.2. Le situazioni cui applicare criteri aggiuntivi di controllo

Dopo aver chiarito tali aspetti preliminari, la Consob, in relazione all'obiettivo di tutela dell'investitore, ha individuato talune situazioni cui applicare criteri aggiuntivi di controllo *ex* art. 40 del Regolamento Delegato.

1) Segnalazioni da soggetti terzi

Nel caso in cui la Consob riceva segnalazioni o esposti da soggetti esterni, incluse quelle trasmesse con la procedura *whistleblowing*, in merito all'emittente e/o alle informazioni riportate nel prospetto, la Consob prenderà in considerazione nel corso dell'attività istruttoria le segnalazioni ritenute significative alla luce dei seguenti parametri: (a) la fonte della segnalazione, con particolare riguardo a segnalazioni provenienti da soggetti qualificati in ragione del legame con l'emittente (ad es. dipendenti e collaboratori, creditori, garanti, associazioni di azionisti etc.); (b) i fatti segnalati risultino circostanziati ed afferenti all'informativa contenuta nel prospetto; (c) il numero delle segnalazioni qualificate pervenute sullo stesso emittente.

2) Informazioni esterne

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

3) **Contabilizzazione di operazioni rilevanti o complesse**

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

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

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

Tale approccio tiene conto del fatto che l'applicazione da parte dell'emittente, per la prima volta, di nuove regole necessarie ai fini della quotazione può rendere importante lo svolgimento di ulteriori verifiche. Ci si riferisce alla rilevanza che possono assumere alcuni approfondimenti per comprendere le specificità e gli eventi importanti nella vita delle società, spesso interessate da riorganizzazioni interne sia del business sia di *corporate governance* e dall'adozione di un nuovo *corpus* di principi contabili ai fini dell'IPO.

Le verifiche in tale ambito sono precipuamente volte ad assicurare una più chiara rappresentazione nel prospetto di taluni profili informativi rilevanti per una società di nuova quotazione, in particolare le informazioni inerenti ad elementi contabili (quali i trattamenti contabili di rilevanti avviamenti/poste immateriali, i trattamenti contabili di rilevanti voci atipiche, i casi di modifica dei principi contabili). Analoghe verifiche potranno essere effettuate ove siano presentati prospetti di emittenti quotati riguardanti operazioni di *reverse merger/acquisitions*, per effetto delle quali un nuovo *business* aziendale venga ammesso a quotazione per il tramite di una società preesistente quotata.

Tali verifiche non sono volte ad accertare la conformità delle informazioni finanziarie alla normativa di riferimento, la rispondenza dei dati di bilancio contenuti nel prospetto alla contabilità sociale e la corrispondenza ai dati contabili delle rielaborazioni effettuate ai fini dell'inserimento nel prospetto. Le verifiche, che non sono in ogni caso finalizzate e a richiedere all'emittente la modifica dei dati di bilancio, hanno l'obiettivo di valutare la necessità di fornire nel prospetto informazioni supplementari in merito ad specifici aspetti rilevanti atte a descrivere le circostanze emerse e a dare agli investitori la possibilità di tenerne conto nell'ambito delle proprie scelte di investimento.

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

Nel corso delle istruttorie di approvazione dei prospetti di rafforzamento patrimoniale sono emerse rilevanti criticità in merito alla dichiarazione sul capitale circolante che gli emittenti titoli *equity* sono tenuti a fornire nel prospetto.

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

La presenza di significative incoerenze riscontrate nelle bozze di prospetto, tempo per tempo esaminate, hanno condotto la Consob in numerosi casi a richiedere agli emittenti informazioni di dettaglio in merito ai criteri di determinazione di detta dichiarazione e alle modalità di copertura del fabbisogno finanziario corrente nel caso di *deficit* finanziario, ciò al fine di identificare in modo più efficace le richieste di informazioni supplementari (da rivolgere agli emittenti) funzionali a sanare le incoerenze riscontrate.

Ove si osservi una palese incoerenza tra la dichiarazione di sussistenza della liquidità e altre parti del prospetto (ad es. fattori di rischio, investimenti, finanziamenti, impiego dei proventi) la Consob potrà effettuare specifici approfondimenti o richieste di chiarimento agli emittenti²².

* * *

Fermo quanto rilevato, si pone in rilievo che le casistiche enucleate non possono esaurire il novero delle situazioni in cui possono essere necessari criteri di controllo addizionali, anche alla luce della rapida evoluzione dei mercati finanziari.

La Consob, pertanto, potrà individuare - nel rispetto dell'art. 40 del Regolamento Delegato - ulteriori situazioni che richiedano l'applicazione di criteri aggiuntivi per la verifica del rispetto della completezza, coerenza e comprensibilità; parimenti, la Consob, alla luce delle stesse ragioni ovvero in ossequio ad indicazioni dell'ESMA, potrebbe rivedere e non applicare più criteri precedentemente adottati, non ritenendoli più utili allo svolgimento dei controlli in argomento.

5. L'applicazione dell'approccio proporzionato al controllo dei prospetti.

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

In particolare, l'art. 41, par. 1, del Regolamento Delegato prevede che quando la prima bozza di prospetto sottoposta all'approvazione dell'ACN è sostanzialmente simile a un altro prospetto già approvato dalla medesima ACN ed evidenzia tutte le modifiche apportate rispetto al prospetto

²² Proprio in considerazione della necessità di fornire ulteriori chiarimenti su tale aspetto, l'ESMA, nell'ambito dell'attività di revisione dei propri orientamenti per l'uniforme applicazione delle regole informative sul prospetto, ha in fase di definizione un aggiornamento della *guideline* in materia di capitale circolante. I lavori dell'ESMA per la revisione di tali *guidelines* tuttavia dovrebbero essere completati solo entro i primi mesi del 2020. Si fa riserva di riconsiderare l'approccio qui descritto alla luce dell'esito dei riferiti lavori per la definizione degli orientamenti dell'ESMA sul prospetto.

già approvato, l'Autorità è obbligata ad applicare i criteri standard di controllo soltanto alle parti del prospetto che sono state modificate rispetto al prospetto già approvato dall'ACN.

Inoltre, l'art. 41 del Regolamento Delegato prevede tale approccio proporzionato anche nelle seguenti fattispecie:

- quando l'ACN ha già sottoposto a riesame un documento di registrazione universale depositato senza previa approvazione, nel momento in cui svolge il controllo del medesimo DRU o delle relative modifiche ai fini dell'approvazione del prospetto, deve applicare i criteri standard di controllo soltanto alle parti del DRU o delle relative modifiche che non sono state già oggetto di revisione (art. 41, paragrafo 2, Regolamento Delegato);
- se la prima bozza di prospetto sottoposta ad approvazione incorpora per riferimento informazioni contenute in un documento che è stato già approvato, l'ACN deve applicare a tali informazioni oggetto di *incorporation by reference* unicamente i controlli di coerenza posti dall'art. 38 del Regolamento Delegato (art. 41, paragrafo 3, Regolamento Delegato).

Tali disposizioni consentiranno di rendere più efficiente il processo di approvazione del prospetto e di ridurre sensibilmente i tempi dell'istruttoria di approvazione.

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

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

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

In tale sede, l'ESMA ha chiarito che l'Autorità, al fine di assicurare l'obiettivo della tutela dell'investitore, può richiedere informazioni anche sulle parti non oggetto di modifica laddove emergano aspetti significativi in una fase successiva rispetto alla prima richiesta di informazioni o modifiche. La norma sull'approccio proporzionato dell'art. 41, par. 5, a parere dell'ESMA, deve interpretarsi nel senso che l'Autorità competente è tenuta a richiedere (*“should endeavour”*) modifiche o informazioni supplementari alla bozza di prospetto il prima possibile e quindi deve impegnarsi ad evitare di riaprire l'esame su contenuti o parti del prospetto che sono già stati oggetto di richieste informative²³.

²³ Tale conclusione nell'*ESMA Final Report. Technical advice under the Prospectus Regulation* cit. parr. 871 e 872 ove si afferma “[...] *In relation to the suggestion that NCAs be prohibited from raising comments on parts of the prospectus which they have already scrutinised, ESMA maintains the position set out in connection with its work under the Omnibus II Directive that it would run contrary to the general PR objective of investor protection to outlaw such comments as this could effectively result in NCAs being prohibited from commenting on significant matters in the prospectus where such are discovered in a subsequent round of scrutiny. However, NCAs should*

Nell'ambito dello svolgimento dei controlli la Consob terrà conto delle disposizioni sopra riportate, come interpretate dall'ESMA, al fine di ridurre gli oneri amministrativi degli emittenti e di rendere più efficiente l'attività amministrativa.

6. Ambito di riferimento della Comunicazione

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

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

always endeavour to raise comments on the draft prospectus at the earliest possible opportunity. (872) Furthermore, ESMA fully agrees that NCAs should remain mindful of the consistency of the prospectus when applying the proportionate approach permitted by proposed Article B (now Article O)[Nota: ora il riferimento è all'art. 41 del Regolamento delegato]; *this is in line with its position that the application of the derogations should never compromise the NCA's obligation to ensure the completeness, comprehensibility and consistency of the draft prospectus [...].*" [grassetto aggiunto].

Appendice al Documento di consultazione

Estratto delle disposizioni rilevanti in materia di controllo del prospetto tratte dal Regolamento Delegato n. 980/2019 (UE) della Commissione del 14.3.2019

[...]

CAPO V

CONTROLLO E APPROVAZIONE DEL PROSPETTO E RIESAME DEL DOCUMENTO DI REGISTRAZIONE UNIVERSALE

Articolo 35

Ambito del controllo

Ai fini del controllo del prospetto e del riesame del documento di registrazione universale, i riferimenti al prospetto indicano il prospetto o le sue parti costitutive, compreso il documento di registrazione universale, sia presentato per l'approvazione che depositato senza previa approvazione, e tutte le relative modifiche, nonché i supplementi del prospetto.

Articolo 36

Criteri per il controllo della completezza delle informazioni contenute nel prospetto

1. Per il controllo della completezza delle informazioni contenute nella bozza di prospetto, le autorità competenti prendono in considerazione tutti gli elementi seguenti:

- a) se la bozza di prospetto è redatta in conformità del regolamento (UE) 2017/1129 e del presente regolamento, in funzione del tipo di emittente, del tipo di emissione, del tipo di titoli e del tipo di offerta o di ammissione alla negoziazione;
- b) se l'emittente ha una storia finanziaria complessa o ha assunto un impegno finanziario significativo, ai sensi dell'articolo 18.

2. Ai fini del paragrafo 1, lettera b), le autorità competenti possono chiedere all'emittente di includere, modificare o rimuovere informazioni dalla bozza di prospetto, tenendo conto di quanto segue:

- a) il tipo di titoli;
- b) le informazioni già incluse nel prospetto e l'esistenza e il contenuto delle informazioni già incluse nel prospetto di un soggetto diverso dall'emittente, nonché i principi contabili e di revisione applicabili;
- c) la natura economica delle operazioni con le quali l'emittente ha acquisito o ceduto tutta o parte della sua impresa e la natura specifica dell'impresa;
- d) se l'emittente può ottenere, con uno sforzo ragionevole, informazioni relative al soggetto diverso dall'emittente.

Articolo 37

Criteri per il controllo della comprensibilità delle informazioni contenute nel prospetto

1. Per il controllo della comprensibilità delle informazioni contenute nella bozza di prospetto, le autorità competenti prendono in considerazione tutti gli elementi seguenti:

- a) se la bozza di prospetto ha un indice chiaro e dettagliato;
- b) se la bozza di prospetto è esente da ripetizioni inutili;
- c) se le informazioni correlate sono raggruppate;
- d) se la bozza di prospetto utilizza caratteri che per le loro dimensioni sono facilmente leggibili;
- e) se la bozza di prospetto ha una struttura che consente agli investitori di comprenderne il contenuto;
- f) se la bozza di prospetto definisce le componenti delle formule matematiche e, se del caso, indica chiaramente la struttura del prodotto;
- g) se la bozza di prospetto è scritta in un linguaggio chiaro;
- h) se la bozza di prospetto descrive chiaramente la natura delle operazioni dell'emittente e le sue principali attività;
- i) se la bozza di prospetto spiega la terminologia specifica commerciale o settoriale.

Tuttavia, le autorità competenti non sono tenute a prendere in considerazione le lettere g), h) e i), se la bozza di prospetto è da utilizzarsi esclusivamente ai fini dell'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato di titoli diversi dai titoli di capitale per i quali non è richiesta la nota di sintesi a norma dell'articolo 7 del regolamento (UE) 2017/1129.

2. Ai fini del paragrafo 1, le autorità competenti possono, caso per caso e in aggiunta alle informazioni di cui all'articolo 7 del regolamento (UE) 2017/1129 e all'articolo 33 del presente regolamento, chiedere che talune informazioni fornite nella bozza di prospetto siano incluse nella nota di sintesi.

Criteria per il controllo della coerenza delle informazioni contenute nel prospetto

Per il controllo della coerenza delle informazioni contenute nella bozza di prospetto, le autorità competenti prendono in considerazione tutti gli elementi seguenti:

- a) se la bozza di prospetto è esente da incongruenze sostanziali tra i diversi elementi di informazione in essa forniti, comprese tutte le informazioni incluse mediante riferimento;
- b) se i rischi significativi e specifici riportati in altre sezioni della bozza di prospetto sono inclusi nella sezione relativa ai fattori di rischio;
- c) se le informazioni nella nota di sintesi sono in linea con le informazioni contenute in altre parti della bozza di prospetto;
- d) se le cifre sull'impiego dei proventi corrispondono all'importo dei proventi generati e se l'impiego dei proventi comunicato è in linea con la strategia comunicata dall'emittente;
- e) se appaiono coerenti la descrizione dell'emittente nel resoconto della situazione gestionale e finanziaria, le informazioni finanziarie relative agli esercizi passati, la descrizione dell'attività dell'emittente e la descrizione dei fattori di rischio;
- f) se la dichiarazione relativa al capitale circolante è in linea con i fattori di rischio, la relazione di revisione, l'impiego dei proventi, la strategia comunicata dall'emittente e le modalità di finanziamento di questa strategia.

Articolo 39

Controllo delle informazioni contenute nel prospetto degli emittenti specializzati

Le autorità competenti possono chiedere che nel prospetto siano incluse informazioni supplementari sulla base delle attività degli emittenti specializzati che rientrano in una delle categorie di cui all'allegato 29.

Articolo 40

Criteria aggiuntivi per il controllo della completezza, della coerenza e della comprensibilità delle informazioni contenute nel prospetto

Se necessario per la tutela degli investitori, l'autorità competente può applicare criteri aggiuntivi rispetto a quelli di cui agli articoli 36, 37 e 38 ai fini del controllo della completezza, della comprensibilità e della coerenza delle informazioni contenute nella bozza di prospetto.

Articolo 41

Approccio proporzionato al controllo della bozza di prospetto e al riesame del documento di registrazione universale

1. Se la prima bozza di prospetto presentata all'autorità competente è sostanzialmente simile a un prospetto già approvato dalla medesima autorità competente e detta bozza di prospetto evidenzia tutte le modifiche rispetto al prospetto approvato, l'autorità competente è tenuta ad applicare i criteri di cui agli articoli 36, 37 e 38 solamente ai fini del controllo delle modifiche e di ogni altra informazione sulla quale hanno un'incidenza.
2. Ai fini del controllo del documento di registrazione universale depositato senza previa approvazione che è già stato riesaminato, o di una sua modifica, le autorità competenti sono tenute ad applicare i criteri di cui agli articoli 36, 37 e 38 solamente alle parti del documento di registrazione universale o della modifica che non sono state riesaminate.
3. Se la prima bozza di prospetto include informazioni mediante riferimento a un documento che è stato approvato a norma del regolamento (UE) 2017/1129 o conformemente alle disposizioni nazionali di recepimento della direttiva 2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (6), le autorità competenti sono tenute ad applicare solamente i criteri di cui all'articolo 38 del presente regolamento ai fini del controllo di dette informazioni.
4. Quando applicano il paragrafo 1, 2 o 3, le autorità competenti chiedono all'emittente, all'offerente o al soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato di confermare che tutte le informazioni della bozza finale del prospetto o del documento di registrazione universale sono aggiornate e comprendono tutte le informazioni indicate negli allegati del presente regolamento applicabili a detto prospetto o documento di registrazione universale.
5. In caso di trasmissione di bozze successive del prospetto all'autorità competente, in fase di controllo di dette bozze successive essa è tenuta ad applicare i criteri di cui agli articoli 36, 37 e 38 solamente alle modifiche apportate alla bozza precedente e ad ogni altra informazione sulla quale le modifiche hanno un'incidenza.