

RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEGLI ESITI DELLA CONSULTAZIONE SULLA COMUNICAZIONE DELLA CONSOB 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.

RELAZIONE ILLUSTRATIVA

10 LUGLIO 2020

1. Motivazioni e obiettivi della revisione della Comunicazione della Consob sui controlli dei prospetti

1.1. Le nuove norme europee riguardanti i controlli dei prospetti

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")¹ e dal Regolamento Delegato UE n. 980/2019 della Commissione del 14 marzo 2019 (di seguito "Regolamento Delegato")², emanato ai sensi dell'art. 44 del Regolamento Prospetto. Dalla stessa data, pertanto, il nuovo quadro normativo comporta 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.

L'obiettivo dichiarato è quello di armonizzare i criteri di controllo a livello europeo, procedendo alla loro ottimizzazione³. La previsione di norme in tale ambito, infatti, come anche 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.

¹ 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.

² 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. 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.

³ Cfr. Considerando (60) al Regolamento Prospetto. Inoltre, la Relazione che accompagna il testo del Regolamento Delegato specifica sul punto che tale regolamento "mira a creare un corpus unico di norme che possa essere attuato in modo coerente in tutta la UE".

In particolare, il Regolamento Prospetto definisce l'approvazione del 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”* (art. 2, par. 1, lett. (r), del Regolamento Prospetto).

Il Regolamento Delegato, in forza della delega legislativa contenuta nel Regolamento Prospetto (art. 20, par. 11), specifica i criteri per il controllo della completezza (art. 36), della comprensibilità (art. 37) e della coerenza (art. 38) delle informazioni fornite nel prospetto.

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).

Il Regolamento Delegato contiene anche disposizioni volte a consentire all'ACN un'attività di controllo proporzionale in presenza di informazioni già oggetto di controllo o di riesame da parte della medesima autorità (art. 41).

Nell'ambito dell'attività di controllo dei prospetti svolta dall'Autorità, devono essere presi in considerazione anche gli obiettivi della semplificazione e della chiarezza cui s'ispirano numerose disposizioni del Regolamento Prospetto e del Regolamento Delegato. Il Regolamento Prospetto, a tal fine, prevede che le informazioni del prospetto siano redatte e presentate in modo facilmente analizzabile, succinto e comprensibile (art. 6, par. 2, Regolamento Prospetto).

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. Per assistere le autorità competenti nel loro esame, l'ESMA, in conformità a quanto disposto dall'art. 16, par. 4, del Regolamento Prospetto, ha, infatti, pubblicato gli *“Orientamenti in materia di fattori di rischio ai sensi del regolamento sul prospetto”* (01/10/2019|ESMA31-62-1293 IT), a cui la Consob ha dichiarato di conformarsi. In aggiunta, entro il corrente anno l'ESMA, ad esito dei lavori di revisione delle esistenti Raccomandazioni del CESR relative ai prospetti e sempre nell'ottica di favorire la convergenza nell'attività di vigilanza, pubblicherà i propri Orientamenti riguardanti l'applicazione delle regole informative dei prospetti.

1.2 Disposizioni in materia di semplificazione delle informazioni

L'obiettivo della semplificazione e della chiarezza delle informazioni caratterizza sotto 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)⁴.

Disposizioni volte alla semplificazione e alla chiarezza delle informazioni da riportare nel prospetto attengono in particolare alla modalità di rappresentazione dei fattori di rischio, che devono essere specifici per l'emittente e/o i titoli e rilevanti per le decisioni d'investimento come avvalorati dal contenuto del prospetto (art. 16 Regolamento Prospetto).

Costituiscono ulteriori e innovative semplificazioni per gli operatori:

- l'ampliamento della possibilità di avvalersi dell'*incorporation by reference* e quindi di poter richiamare informazioni già pubblicate dall'emittente in ottemperanza ad altri obblighi (*cf.* art. 19 del Regolamento Prospetto);
- le nuove regole informative in relazione alla nota di sintesi (*cf.* art. 7 del Regolamento Prospetto);
- la possibilità che il prospetto di base sia costituito da documenti distinti e la previsione di una nota di sintesi per il prospetto di base solo con riferimento alla singola emissione una volta redatte le relative condizioni definitive (*cf.* art. 8, par. 6 e 8, del Regolamento Prospetto);
- la previsione di regimi d'informativa semplificata e più snella per le operazioni sul mercato secondario (*cf.* art. 14 del Regolamento Prospetto) o per le PMI (*cf.* art. 15 del Regolamento Prospetto);
- l'introduzione del documento di registrazione universale (DRU) e la connessa *fast track* nell'approvazione del prospetto conseguente all'acquisizione dello *status* di emittente. frequente (*cf.* artt. 9 e 20, par. 6, del Regolamento Prospetto).

Anche il Regolamento Delegato, che definisce le informazioni minime e il formato dei prospetti, è ispirato ad una logica di semplificazione rispetto alla normativa previgente, soprattutto per quanto concerne 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).

Continuano, inoltre, a trovare applicazione anche nel nuovo regime, e anzi rinnovano la loro utilità, alcuni istituti nazionali quali il c.d. *pre-filing*, ossia la possibilità per gli emittenti e gli offerenti di avviare un previo dialogo con l'Autorità prima del formale avvio dell'istruttoria⁵.

Da quanto richiamato emerge che nell'esame della tematica dei criteri di controllo, occorre porre particolare attenzione alla semplificazione e alla chiarezza delle informazioni da riportare nei

⁴ 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".

⁵ *Cfr.* art. 4, comma 1-bis e 52, comma 1-bis del Regolamento Emittenti.

prospetti. Tali obiettivi dunque devono essere necessariamente considerati dalla Consob nell'ambito dell'attività di controllo dei prospetti, ma allo stesso tempo devono orientare le condotte degli emittenti e dei soggetti tenuti alla redazione di un prospetto affinché la cernita delle informazioni da inserirvi risponda in modo efficace ai principi che sorreggono la nuova disciplina.

In definitiva, l'attività di controllo della Consob deve includere le verifiche richieste dal Regolamento Prospetto, dal Regolamento Delegato e dagli orientamenti dell'ESMA, ma anche assicurare il rispetto da parte degli emittenti dell'obiettivo di una significativa semplificazione del prospetto, anche favorendo il ricorso a tutti gli strumenti offerti dalla nuova normativa.

Alla luce del nuovo contesto normativo, sopra rappresentato, e nell'ottica di favorire una maggiore efficienza dell'azione amministrativa ed un'effettiva semplificazione degli oneri a carico degli operatori di mercato, nel rispetto delle esigenze di tutela degli investitori, si è reso necessario 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.

2. Esiti della consultazione

2.1. Partecipanti alla consultazione

Tenuto conto delle risposte pervenute, nonché delle analisi di impatto effettuate, si riportano di seguito le principali tematiche poste in evidenza dai partecipanti alla consultazione e si propongono talune modifiche al testo della Comunicazione.

Nel corso della consultazione sono pervenuti n. 5 contributi di:

- ABI;
- Assonime;
- Borsa Italiana S.p.A.;
- Studio legale associato Clifford Chance;
- Osservatorio idee economiche di Marco Bava.

Inoltre, in data 11 settembre u.s. è stato approvato il parere del Comitato degli Operatori di Mercato e degli Investitori - COMI.

Il parere del COMI e le risposte alla consultazione sono pubblicati integralmente sul sito internet della Consob.

Di seguito sono sintetizzate le principali osservazioni pervenute ad esito della consultazione.

In particolare le tematiche oggetto di considerazione da parte dei soggetti partecipanti alla consultazione, oltre ad alcune osservazioni di carattere generale, sono le seguenti:

- il patrimonio informativo della Consob;
- i criteri aggiuntivi;
- i controlli in sede di IPO;
- la possibilità di individuare situazioni ulteriori cui applicare i criteri aggiuntivi;
- l'approccio proporzionato.

Si segnala, inoltre, che ABI, pur trattando temi generali, dichiara di focalizzare il proprio contributo sulle offerte relative a strumenti di debito emessi dalle banche.

Tutte le osservazioni ricevute sono state esaminate e prese in considerazione nella revisione della Comunicazione oggetto di pubblica consultazione.

Infine, tenuto conto del rinnovato quadro normativo in tema di supplementi, per i quali il Regolamento Prospetto e i collegati Regolamenti delegati prevedono elementi di novità, si è proceduto in questa sede a fornire specifiche indicazioni in merito ai controlli riguardanti i supplementi.

2.2. Risposte alla consultazione

2.2.1 Osservazioni di carattere generale

In via generale, tutti i partecipanti esprimono apprezzamento per l'iniziativa di mettere in consultazione la Comunicazione con la quale la Consob illustra i criteri che la stessa intende seguire nell'attività di controllo dei prospetti, condividendo l'obiettivo di aggiornamento della Comunicazione del 2009.

Dai commenti pervenuti, emerge, tuttavia, la preoccupazione che i criteri individuati possano portare ad uno svantaggio competitivo per gli operatori italiani, se non circoscritti a specifiche situazioni, in quanto potrebbero dare luogo ad un processo caratterizzato da un'eccessiva lentezza, da prospetti di dimensioni voluminose e da maggiori costi (posizione del COMI). Le medesime circostanze, a parere di Borsa Italiana, potrebbero, inoltre, penalizzare l'ordinamento italiano, dando luogo al fenomeno delle estero-vestizioni da parte degli operatori o di offerte di titoli di debito in altre giurisdizioni.

Valutazioni

Le osservazioni formulate dagli operatori in risposta alla consultazione risentono dell'esperienza passata maturata nel periodo di applicazione della Direttiva Prospetto, ormai abrogata e sostituita dal Regolamento Prospetto.

La nuova Comunicazione della Consob si riferisce, invece, al nuovo contesto normativo inaugurato dal Regolamento Prospetto.

A tal proposito, occorre considerare il *set* regolamentare contenuto nel nuovo Regolamento Prospetto⁶ e nel Regolamento Delegato, il quale è destinato a dare luogo ad una complessiva semplificazione dei prospetti e delle relative procedure di verifica, contestualmente determinando la riduzione dei tempi istruttori di approvazione da parte dell’Autorità e degli oneri informativi in capo agli emittenti.

In particolare, fra le innovazioni regolamentari, si segnala l’istituto del documento di registrazione universale (DRU) e della connessa *fast track* nell’approvazione del prospetto conseguente all’acquisizione dello *status* di emittente frequente (*cf.* artt. 9 e 20, par. 6, del Regolamento Prospetto) che permetteranno, tra l’altro, una riduzione a 5 giorni lavorativi dei tempi di approvazione del prospetto per gli emittenti frequenti.

In un’ottica di semplificazione e in coerenza con il migliore equilibrio tra costi e oneri delle operazioni di accesso al mercato finanziario, si pongono, inoltre, le semplificazioni apportate dalla Consob con le recenti modifiche al Regolamento Emittenti⁷, l’eliminazione delle “Avvertenze per l’investitore” come prassi raccomandata e l’adesione agli orientamenti dell’ESMA in materia di fattori di rischio ai sensi del Regolamento Prospetto⁸.

Sempre al fine di perseguire un’effettiva semplificazione dei prospetti, la Consob ritiene che la dimensione di tali documenti potrà essere ulteriormente e incisivamente ridotta tramite azioni di *education* degli operatori e delle società interessate che la Consob intende porre in essere.

I soggetti interessati potranno poi avvalersi, anche in modo più frequente rispetto al passato, della possibilità di attivare il c.d. *pre-filing* quale canale comunicativo con l’Autorità prima del formale avvio dell’istruttoria, al fine di risolvere specifiche e preliminari complessità che spesso determinano la trasmissione di prospetti caratterizzati da significative carenze e incompletezze, tali da comportare tempi istruttori più lunghi.

Anche le osservazioni relative al fenomeno delle estero-vestizioni risentono di un contesto normativo ormai mutato; inoltre, non si può escludere che le motivazioni sottostanti a tali scelte compiute dalle società possano dipendere da aspetti differenti quali, ad esempio, l’ordinamento societario e fiscale, e altri aspetti che, per la loro natura, richiederebbero approfondimenti non esauribili in questa sede.

Fermo quanto sin qui osservato in relazione alla *ratio* di semplificazione che caratterizza il nuovo impianto normativo, si deve evidenziare che il Regolamento Prospetto pone la tutela degli investitori al centro della regolamentazione, quale obiettivo preminente che le autorità competenti dell’approvazione dei prospetti debbono garantire.

A tal fine, nell’ambito dell’attività istruttoria svolta dalla Consob sono state identificate alcune fattispecie che sovente richiedono lo svolgimento di particolari approfondimenti istruttori e/o

⁶ Ad esempio: nuova nota di sintesi, nuova disciplina dei fattori di rischio, *fast track* per gli emittenti frequenti (tramite il DRU), notevole ampliamento della facoltà di utilizzo dello strumento dell’*Incorporation by Reference* per le informazioni finanziarie e alcuni documenti societari anche per prospetti IPO, divieto di duplicazione delle informazioni, passaportazione del DR/DRU.

⁷ Si pensi all’eliminazione dell’avviso di pubblicazione del prospetto e di una serie di obblighi di comunicazione dei risultati dell’offerta al pubblico di titoli a seguito delle modifiche al Regolamento Emittenti.

⁸ Cfr. Richiamo di attenzione n. 4/2019 del 18 settembre 2019: *Orientamenti dell’Esma in materia di fattori di rischio ai sensi del nuovo Regolamento Prospetto e revoca delle Raccomandazioni Consob n. 7105108 del 29.11.2007 e n. 0096857 del 28.10.2016 riguardanti, rispettivamente, i fattori di rischio e le “avvertenze per l’investitore” dei prospetti.*

l'inclusione nel prospetto di informazioni aggiuntive necessarie al fine di consentire agli investitori di effettuare scelte consapevoli di investimento e, quindi, al fine di perseguire l'obiettivo della tutela degli investitori. Tali fattispecie, nell'ottica di agevolare l'interlocuzione con gli emittenti, sono state, quindi, individuate nella Comunicazione.

Si segnala che l'identificazione di suddette fattispecie non implica che la Consob applichi i criteri aggiuntivi in modo automatico o a priori, trascurando, così, le specificità della singola operazione di offerta o ammissione alle negoziazioni oggetto del prospetto. L'applicazione dei criteri aggiuntivi da parte della Consob avverrà, infatti e come già ricordato, caso per caso avendo quale unico obiettivo quello di tutelare l'investitore destinatario del prospetto.

Al fine di tener conto delle osservazioni pervenute in sede di consultazione si è provveduto, pertanto, ad esplicitare nella Comunicazione le argomentazioni sopra riportate

Si è, in particolare, integrata la Comunicazione per meglio chiarire che le fattispecie elencate nella comunicazione sono quelle che nella prassi di vigilanza della Consob hanno richiesto approfondimenti istruttori e che, ai sensi del Regolamento Delegato, possono richiedere controlli aggiuntivi della Consob ai fini della tutela degli investitori; tale individuazione consentirà agli emittenti e ai soggetti che redigono i prospetti di conoscere in via anticipata gli aspetti su cui essa concentra i propri controlli.

Si è poi evidenziato, rispetto alla versione posta in consultazione, che i criteri aggiuntivi sono sempre applicati alla luce delle specificità dell'operazione di offerta/ammissione alle negoziazioni oggetto del prospetto e, in ogni caso, come già più volte richiamato, per rispondere all'obiettivo della tutela dell'investitore.

Nei paragrafi successivi sono illustrate le modifiche ulteriori che si intendono apportare alla bozza di Comunicazione per tener conto delle altre osservazioni formulate nel corso della consultazione.

2.2.2. Il patrimonio informativo della Consob

Alcuni partecipanti alla consultazione (ABI, Assonime) criticano la possibilità che la Consob attinga al patrimonio informativo relativo all'emittente/offerdente di cui essa stessa dispone nell'esercizio di compiti istituzionali diversi dall'approvazione dei prospetti. Infatti, secondo l'Assonime, tale criterio sarebbe applicato in modo generalizzato in tutte le istruttorie del prospetto, indipendentemente da una verifica della necessità della specifica tutela degli investitori, e conducendo, quindi, con riferimento alle sanzioni ovvero ai provvedimenti di *enforcement* delle informazioni finanziarie, ad una "*disomogeneità nel grado di accuratezza delle informazioni contenute nel prospetto*" riguardanti i procedimenti adottati da altre Autorità. Con riferimento al tema delle sanzioni, l'Assonime rileva, infatti, che un controllo maggiormente capillare sulle informazioni relative ai provvedimenti adottati dalla Consob, comporterebbe una disomogeneità informativa rispetto ai provvedimenti sanzionatori adottati da altre Autorità, la cui descrizione sarebbe rimessa alla esclusiva responsabilità dell'emittente. Secondo l'Assonime, dunque, il patrimonio informativo in possesso della Consob andrebbe utilizzato solo in presenza di particolari esigenze di tutela degli investitori.

In linea con quanto osservato, l'Assonime suggerisce, infine, di ricorrere ad informazioni esterne soltanto in quei casi in cui sia giustificato l'utilizzo di criteri aggiuntivi per la tutela dell'investitore ai sensi dell'art. 40 del Regolamento delegato.

Nel medesimo solco, l'ABI considera la sistematica attivazione di scambi di informazioni – interni alla Consob ovvero con altre autorità di vigilanza – in contrasto con gli obiettivi di semplificazione e con la riduzione dei tempi di approvazione del prospetto introdotti dal Regolamento Prospetto⁹.

Valutazioni

Sul punto, come già rappresentato nel Documento di consultazione, si ribadisce la necessità che la Consob tenga conto del patrimonio acquisito in base all'esercizio delle proprie competenze istituzionali, trattandosi di un'esigenza motivata sia dal regime di responsabilità cui la Consob è assoggettata sia dall'articolazione del sistema di vigilanza e dell'organizzazione interna dell'Istituto.

Allo stato attuale, quando un prospetto è sottoposto all'approvazione della Consob il ricorso al patrimonio informativo interno alla stessa è l'unico strumento per assicurare complessiva unitarietà ed efficacia all'azione dell'Istituto in materia di emittenti, azione che deve essere improntata alla tutela dell'investitore e all'efficienza e trasparenza del mercato (*cf.* Art. 91 del TUF).

Come emerge dal Regolamento Prospetto, ai fini della tutela degli investitori, l'architettura organizzativa nazionale della vigilanza sul mercato finanziario e l'articolazione interna dell'Autorità in tema di riparto di competenze non possono inficiare il perseguimento dell'obiettivo della tutela dell'investitore e, quindi, non devono influire sulla tipologia dei controlli.

Peraltro, valorizzando quanto richiamato nel Considerando n.71 al Regolamento Prospetto¹⁰ in relazione alla necessaria cooperazione dell'Autorità competente in materia di prospetto con le Autorità che hanno compiti di regolamentazione bancaria o assicurativa ovvero di vigilanza sulle quotazioni, se il riparto di attribuzioni fra le diverse autorità di settore non dovrebbe escludere la cooperazione tra tali autorità, a maggior ragione, l'articolazione interna dell'Autorità nazionale competente in materia di prospetto non può essere d'ostacolo allo svolgimento dei controlli richiesti dal Regolamento Prospetto.

Ciò premesso, la suddetta cooperazione nemmeno può qualificarsi come criterio aggiuntivo di controllo, in quanto trova riscontro, nell'ordinamento italiano, negli obblighi di collaborazione tra le autorità di vigilanza sancito dal TUF (Art. 4) ai fini dello svolgimento dei rispettivi compiti istituzionali. Nel caso di specie, tali obblighi consistono nello scambio di informazioni con le autorità di vigilanza prudenziale con riguardo agli emittenti che richiedono l'approvazione di un prospetto.

In particolare, per gli emittenti bancari, il legislatore ha previsto specifiche disposizioni contenute nell'art. 94-*bis* del TUF tese alla definizione di accordi di collaborazione tra la Consob e la Banca d'Italia e che hanno portato alla definizione del Protocollo d'Intesa Consob - Banca d'Italia del 21 maggio 2012. In base a tale accordo, la Consob richiede la collaborazione della Banca d'Italia nelle

⁹ Sotto altro profilo, l'ABI osserva incidentalmente che la Consob dovrebbe consentire l'*incorporation by reference* nel prospetto di informazioni *price sensitive* già pubblicate dagli emittenti, ivi incluse le relazioni finanziarie annuali e semestrali. In merito a tali osservazioni si rinvia alle considerazioni formulate nel par. 2.7.

¹⁰ Il Considerando n. 71 al Regolamento Prospetto - specificamente dedicato alle attribuzioni delle autorità nazionali competenti – così recita: “*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.*”

istruttorie di approvazione dei prospetti tramite lo scambio di informazioni.

In stretta analogia con quanto previsto per la collaborazione con Banca d'Italia, quando un prospetto riguarda un ente creditizio di rilevanza sistemica (“*significant*”), sono attivati scambi di informazione con la Banca Centrale Europea (BCE), competente in tali situazioni per la vigilanza prudenziale.

Il principio, che emerge dal Considerando 71, secondo cui l'efficienza dei controlli non deve essere compromessa dall'articolazione e dall'organizzazione della vigilanza nei singoli ordinamenti nazionali deve essere declinato anche con riguardo al riparto interno di competenze dell'Autorità nazionale designata per l'approvazione dei prospetti ed all'articolazione interna delle funzioni di vigilanza attribuite a tale autorità.

Rileva, pertanto, la necessità che la Consob, in quanto autorità nazionale competente in materia di prospetti, attivi scambi informativi al proprio interno e valorizzi le informazioni di cui la medesima è già in possesso nello svolgimento dei propri compiti istituzionali.

Si rappresenta, pertanto, che gli scambi di informazioni tra le diverse unità organizzative della Consob, anche quando svolti nell'ambito di un procedimento di approvazione del prospetto, non costituiscono di per sé controlli aggiuntivi; piuttosto, essi configurano un passaggio procedurale volto a consentire agli Uffici di disporre del *set* informativo presente in Consob, quale attività prodromica all'effettuazione dei controlli (in particolare, il controllo di completezza).

Ne consegue che la circostanza che sorga la necessità di specifiche integrazioni del prospetto rispetto al patrimonio informativo interno della Consob, con informazioni che possono assumere rilevanza ai fini del fondato giudizio sull'investimento, rientra nell'ambito dei controlli ordinari.

Resta fermo che il patrimonio informativo già acquisito dalla Consob andrà valutato tenendo conto delle caratteristiche dell'emittente e dell'operazione di offerta/quotazione oggetto del prospetto.

Al fine di rendere più chiara l'estraneità degli scambi di informazione rispetto alla tematica dei controlli aggiuntivi, si ritiene opportuno modificare nella Comunicazione la collocazione del pertinente paragrafo, presentandolo prima della parte descrittiva dei controlli aggiuntivi.

Inoltre, in modo più incisivo rispetto al testo oggetto di consultazione, è stata riformulata la parte relativa ai principi desumibili dal Considerando n. 71 del Regolamento Prospetto evidenziando le argomentazioni sopra riportate. Inoltre, è stato precisato che gli scambi informativi riguardano anche l'approvazione dei supplementi, tenendo conto delle informazioni in esso riportate. Infine, è stato chiarito nel testo della Comunicazione che la Consob porrà in essere tutti i presidi necessari per acquisire dal coordinamento interno e dalle altre autorità di settore le informazioni necessarie in tempo utile ai fini dello scrutinio del prospetto.

2.2.3 I criteri aggiuntivi

I partecipanti alla consultazione criticano l'approccio seguito nella Comunicazione muovendo essenzialmente due critiche, l'una di carattere formale, l'altra di carattere sostanziale.

In primo luogo si sostiene che l'enunciazione delle modalità di ricorso ai criteri aggiuntivi non possa avvenire preventivamente in una comunicazione di carattere generale (ABI); in secondo luogo si rappresenta che l'art. 40 del Regolamento delegato, riferendosi soltanto a casi eccezionali, prevedrebbe l'uso di tali criteri “*se necessario per la tutela degli investitori*” (ABI). Censure

analoghe in merito all'eccezionalità dei criteri aggiuntivi vengono effettuate anche da Borsa Italiana ed Assonime.

Secondo l'ABI – (il cui intervento alla consultazione, come detto, si focalizza sulle offerte relative a strumenti di debito emessi dalle banche e sui supplementi) e il COMI il ricorso sistematico ai criteri aggiuntivi potrebbe, inoltre, neutralizzare gli obiettivi di massima armonizzazione ed efficienza perseguiti dalla disciplina europea, e porsi in contrasto con le esigenze di semplificazione e di riduzione dei tempi di approvazione del prospetto.

Non emergono, invece, censure nel merito delle situazioni individuate come fattispecie esemplificative cui applicare criteri di controllo aggiuntivi.

Sia l'ABI sia il COMI, con proposte dello stesso tenore testuale, suggeriscono di attivare i controlli aggiuntivi in presenza di elementi fattuali che possano mettere a rischio la tutela degli investitori, alla luce delle caratteristiche della specifica offerta. Infatti, il COMI e l'ABI ne criticano l'applicazione sistematica ed aprioristica, senza che tale attività di controllo sia supportata da una valutazione che tenga conto della specificità dell'operazione d'offerta/ammissione alle negoziazioni; non viene invece censurata nel merito l'individuazione delle fattispecie esemplificative, tratte dalla prassi di vigilanza della Consob, che possono dar luogo ad approfondimenti istruttori ed all'applicazione di criteri aggiuntivi di controllo.

Borsa Italiana richiede che l'applicazione dei criteri aggiuntivi venga circoscritta ai casi in cui sussista un'esigenza di tutela degli investitori, senza che ciò dia, però, luogo a prassi che incidano sui contenuti dei prospetti, aumentando i tempi istruttori e i costi degli operatori. Borsa Italiana, infine, richiama l'attenzione sul rischio che l'applicazione di criteri aggiuntivi possa sfociare in un controllo di merito.

L'Assonime propone di rivedere la materia dei criteri aggiuntivi rinviandola alla definizione degli ulteriori lavori di coordinamento e convergenza da parte dell'ESMA.

L'Osservatorio Marco Bava ha chiesto di includere nei controlli della Consob anche quelli che sono stati indicati come esclusi, perché non di competenza, nel paragrafo 3 della bozza di Comunicazione sottoposta a consultazione.

Valutazioni

Preliminarmente, si rileva che l'art. 40 del Regolamento delegato non fa riferimento a casi eccezionali. La norma in questione, infatti, richiede alle Autorità di Vigilanza di applicare criteri aggiuntivi qualora necessario per la tutela degli investitori. Tale aspetto è stato esplicitato nella Comunicazione.

Le fattispecie descritte nella bozza di Comunicazione sono state individuate tenendo conto dell'esperienza acquisita dagli Uffici nell'attività di vigilanza svolta e sempre nell'ottica della migliore tutela degli investitori. L'individuazione esemplificativa delle situazioni che possono richiedere controlli aggiuntivi, nonché del contenuto dei medesimi, risponde, infatti, alla necessità di collegare i controlli aggiuntivi a specifiche fattispecie, assicurando maggiore trasparenza e linearità nei procedimenti, anche a tutela dei diversi *stakeholder*, nel rispetto dei principi di coerenza e imparzialità dell'azione amministrativa.

L'identificazione di tali fattispecie non implica, tuttavia, che la Consob applichi i criteri aggiuntivi in modo automatico o a priori, trascurando, così, le specificità della singola operazione di offerta o ammissione alle negoziazioni oggetto del prospetto; l'applicazione dei criteri aggiuntivi da parte della Consob avverrà caso per caso e risponderà unicamente all'obiettivo di assicurare la tutela dell'investitore destinatario del prospetto. In accoglimento, pertanto, delle osservazioni di COMI e ABI sul punto, si ritiene necessario modificare la Comunicazione per rendere esplicito tale profilo.

Per quanto concerne la possibilità di rinviare a ulteriori lavori di coordinamento e convergenza della vigilanza da parte dell'ESMA, si evidenzia che l'art. 20 (12) e (13) del Regolamento Prospetto subordina l'adozione da parte dell'ESMA di orientamenti su questa materia agli esiti di un'attività di *peer review* da svolgersi entro il 21 luglio 2022¹¹. Nelle more degli esiti di tale attività, come già rilevato, la Consob si conforma agli Orientamenti nel frattempo adottati dall'ESMA con riguardo ai prospetti.

Da ultimo, anche nel nuovo quadro normativo, occorre distinguere l'attività di controllo finalizzata all'approvazione del prospetto dall'attività di vigilanza da svolgersi successivamente all'approvazione dello stesso, nonché all'obbligo della Consob di segnalare all'Autorità giudiziaria competente fatti e circostanze rilevanti che possono essere individuati nell'espletamento dei propri compiti istituzionali (*cf.* par. 3 della Comunicazione).

2.2.4. I controlli in sede di IPO

Fra le situazioni cui applicare controlli aggiuntivi, i partecipanti alla consultazione intervengono, in particolare, sul tema delle IPO. Borsa Italiana ricorda come lo stesso Regolamento Prospetto, prevedendo una tempistica di approvazione differenziata, più lunga, per gli emittenti non quotati rispetto ad emittenti quotati o che abbiano già effettuato un'offerta al pubblico, assolve all'esigenza di una verifica più approfondita da parte delle autorità di vigilanza sui soggetti di nuova quotazione. A tal fine, secondo Borsa Italiana occorre delimitare in modo più preciso gli ambiti delle possibili richieste integrative ed evitare svantaggi competitivi per gli emittenti.

Lo studio Clifford Chance condivide la valutazione della Consob di dedicare verifiche più approfondite a tali operazioni; tuttavia, richiede maggiori specificazioni e chiarimenti sugli elementi oggetto di verifica. In particolare, lo studio ritiene che il riferimento alle verifiche sugli elementi contabili rischi di essere troppo ampia e generica.

Valutazioni e proposte

Tenuto conto delle osservazioni ricevute, che riconoscono la complessità delle informazioni e degli approfondimenti istruttori sugli emittenti che si presentano per la prima volta al mercato (IPO), si rammenta che in molti casi, in questa fase, le società quotande sono coinvolte in processi significativi di trasformazione organizzativa e contabile. Per tali ragioni possono essere effettuati controlli aggiuntivi in quanto sovente tali emittenti, come società "chiuse", presentano bilanci secondo principi contabili nazionali (codicistici – OIC) e adottano per la prima volta i principi contabili IAS/IFRS ai fini della quotazione. In molti casi, poi, tali emittenti si trovano a modificare sensibilmente la struttura di *governance* per adeguarsi agli standard normativi richiesti per gli Emittenti quotati.

¹¹ Non è comunque preclusa, *medio tempore*, l'adozione di misure di livello 3 da parte dell'ESMA, come già chiarito nel suo Final Report sullo scrutinio del prospetto.

Inoltre, gli emittenti in fase di IPO spesso ricadono nella fattispecie di emittenti con storia finanziaria complessa, e per i quali il Regolatore europeo prevede specifici *standard* informativi (Aggregati, Carve Out e Pro-Forma) che, per la complessità delle valutazioni che comportano, possono, anche secondo quanto osservato dai partecipanti alla consultazione, rendere necessari controlli di tipo aggiuntivo da parte della Consob.

Considerato, infine, che nel corso delle istruttorie di IPO, gli Uffici ricevono da Borsa Italiana le valutazioni connesse alle verifiche sull'ammissione a quotazione, nell'ambito della sovra-ordinata vigilanza attribuita in tale ambito dal Tuf alla Consob, le relative informazioni ricevute rientrano necessariamente tra quelle per le quali svolgere verifiche di coerenza.

Come già indicato, l'individuazione ed esplicitazione pubblica dei criteri di controllo effettuati in tale ambito garantisce la parità di trattamento tra i soggetti interessati e la prevedibilità dei tempi di svolgimento del procedimento istruttorio, facilitando al tempo stesso la predisposizione dei prospetti da parte degli emittenti.

Tutto ciò premesso, accogliendo parte delle richieste effettuate in sede di consultazione, si ritiene opportuno precisare con maggiore dettaglio la tipologia delle informazioni contabili che nella prassi sono state sottoposte a controlli aggiuntivi, ciò al fine di fornire utili indicazioni ai soggetti deputati alla redazione dei prospetti informativi.

In particolare, si propone di modificare la Comunicazione:

- 1) indicando che gli approfondimenti sulle valutazioni inerenti alle attività immateriali, le richieste di informazioni aggiuntive volte a garantire la completezza, coerenza e comprensibilità saranno formulate in ragione di parametri di rilevanza corrispondenti a un'incidenza significativa rispetto al "Totale Attivo" di Stato Patrimoniale;
- 2) chiarendo che la stima della rilevanza sarà svolta in base all'ultima rendicontazione contabile individuale dell'emittente ovvero consolidata, ove disponibile, tenendo altresì in considerazione i dati rivenienti da Bilanci Aggregati, Carve Out e Pro-Forma, ove esistenti;
- 3) eliminando il riferimento ai casi di voci contabili atipiche riscontrate nel bilancio dell'emittente, tenuto conto delle osservazioni ricevute in ordine alla difficoltà ad intercettare con sufficiente univocità tale criterio.

2.2.5. La possibilità di individuare nuove situazioni cui applicare criteri aggiuntivi

Lo studio legale Clifford Chance segnala la necessità che l'individuazione di nuove situazioni cui applicare criteri aggiuntivi sia sottoposta al medesimo regime di pubblicità ed avvenga con provvedimenti di carattere generale.

Valutazioni

La brevità dei termini di legge per l'approvazione del prospetto e l'obbligo di riservatezza delle informazioni di vigilanza precludono la possibilità che la Consob interrompa un'istruttoria per procedere all'adozione preventiva di un provvedimento di carattere generale per l'applicazione di controlli aggiuntivi ulteriori rispetto a quelli della Comunicazione proposta in questa sede.

In base ai principi generali posti dalla legge sul procedimento amministrativo (L.241/90), l'azione amministrativa deve, infatti, essere imparziale assicurando l'applicazione di prassi simili a casi analoghi.

Pertanto, considerato le casistiche enucleate non esauriscono il novero delle situazioni in cui possono essere necessari criteri di controllo addizionali, anche alla luce della rapida evoluzione dei mercati finanziari, qualora, in casi specifici, si ravvisasse l'esigenza di applicare controlli aggiuntivi ulteriori in situazioni diverse da quelle menzionate nella Comunicazione in esame, l'individuazione delle ulteriori circostanze che richiedano l'applicazione di criteri aggiuntivi potrà essere oggetto di un aggiornamento della Comunicazione.

Parimenti e per completezza si rappresenta che la Consob, a seguito d'indicazioni dell'ESMA, potrebbe rivedere o non applicare più criteri precedentemente adottati, non ritenendoli più utili allo svolgimento dei controlli in argomento.

La Consob, pertanto, potrà individuare - nel rispetto dell'art. 40 del Regolamento Delegato e dei principi d'imparzialità e trasparenza dell'azione amministrativa e alla luce del perseguimento dell'obiettivo di tutela dell'investitore - ulteriori situazioni che richiedano l'applicazione di criteri aggiuntivi per la verifica del rispetto della completezza, coerenza e comprensibilità; parimenti, la Consob, a seguito d'indicazioni dell'ESMA, potrebbe rivedere o non applicare più criteri precedentemente adottati, non ritenendoli più utili allo svolgimento dei controlli in argomento.

2.2.6. L'approccio proporzionato

ABI e COMI manifestano perplessità sulle indicazioni in materia di approccio proporzionato relativamente all'art. 41, par. 5, del Regolamento delegato¹², in quanto sembrerebbe che la Consob possa sempre rimettere in discussione le parti del prospetto non oggetto di modifica rispetto alla precedente bozza. Secondo l'ABI, l'Autorità sarebbe obbligata a verificare soltanto le parti del documento oggetto di modifica e quelle su cui le modifiche apportate abbiano un impatto.

Lo studio Clifford Chance, pur condividendo l'interpretazione seguita nella bozza di Comunicazione Consob, prospetta il rischio che il principio secondo cui è possibile richiedere informazioni sulle parti non oggetto di modifica possa essere applicato in modo sistematico e non in modo eccezionale, come invece sembra ricavarsi dal parere tecnico ESMA richiamato nella bozza di Comunicazione.

Lo studio Clifford Chance, inoltre, chiede che la Comunicazione Consob chiarisca anche l'art. 41, par. 1, del Regolamento delegato, in materia di approccio proporzionato, laddove rinvia alla nozione di "*prospetto sostanzialmente simile*" ad altro già approvato¹³. Al riguardo, tale studio ha presentato diverse proposte applicative, mentre Borsa Italiana, sempre sullo stesso tema, ritiene

¹² Tale disposizione prevede che "*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 [ndr., i controlli standard] solamente alle modifiche apportate alla bozza precedente e ad ogni altra informazione sulla quale le modifiche hanno un'incidenza*".

¹³ L'art. 41, par. 1, del Reg. Delegato prevede che "*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*".

auspicabile che la disposizione si applichi anche con riferimento ai casi di rinnovo annuale dei prospetti.

Valutazioni

Può essere utile formulare dei chiarimenti in materia di approccio proporzionato per far fronte alle difficoltà interpretative riscontrate dagli operatori in merito alla previsione di controlli da parte della Consob.

Con riguardo all'applicazione dell'art. 41(5) del Regolamento Delegato, si ritiene opportuno chiarire nella Comunicazione che un riesame delle informazioni del prospetto non oggetto di modifica sarà svolto dalla Consob qualora rilevi che i cambiamenti apportati dall'emittente alla precedente bozza di prospetto hanno un impatto su parti non modificate, come d'altronde prescritto dalla disposizione citata.

Rimane fermo che all'Autorità non può essere precluso, come chiarito dall'ESMA¹⁴, un intervento anche al di fuori di tale fattispecie.

La norma citata prevede la possibilità di richiedere informazioni su parti non oggetto di modifica o integrazioni in ragione dell'impatto delle modifiche apportate alla precedente bozza di prospetto. Nel caso di una bozza di prospetto successiva alla prima, può ben darsi che le parti modificate a seguito di una richiesta istruttoria abbiano un impatto su informazioni non oggetto di modifica e richiedano, quindi, un'attività di controllo in fase istruttoria¹⁵. Ciò, senza voler suggerire con tali indicazioni un aggravio istruttorio per gli emittenti e gli operatori, volto a rimettere sistematicamente in discussione le prime fasi dell'interazione fra Consob e soggetto istante.

In sintesi, l'approccio proporzionato previsto dal Regolamento delegato incontra il proprio limite nel rispetto dei criteri di completezza, coerenza e comprensibilità in linea anche con la procedura iterativa di cui al Considerando 26 del Regolamento delegato 980/2019.

Avuto riguardo all'art. 41(1) del Regolamento delegato (UE) 2019/980, e in particolare alla nozione di *"bozza di prospetto sostanzialmente simile a un prospetto già approvato"*, si prevede di fornire nella Comunicazione i seguenti chiarimenti.

¹⁴ Con specifico riguardo poi al tema della legittimità, in sede di controllo da parte dell'ACN di una bozza di prospetto successiva alla prima, di richieste su parti non modificate l'ESMA nel *Final Report on Technical advice under the Prospectus Regulation* riporta: *"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 always endeavour to raise comments on the draft prospectus at the earliest possible opportunity"*. Il parere dell'ESMA sul punto è già richiamato testualmente nella Comunicazione.

¹⁵ A titolo di esempio, se le modifiche dettagliano i parametri e le soglie previste da clausole di *cross default* di contratti di finanziamento e sulla base degli ultimi dati finanziari disponibili dell'emittente appare che le soglie possano essere state raggiunte, può rendersi necessario per la Consob chiedere integrazioni anche sull'eventuale ricorrenza dell'evento *trigger* del *default*, sulla prevedibile evoluzione della gestione e sulle prospettive dell'emittente, ossia informazioni che riguardano parti non modificate del prospetto ovvero potrebbe trattarsi di informazioni acquisite da Borsa Italiana tramite la Relazione di ammissione a quotazione, trasmessa alla Consob in fase piuttosto avanzata del relativo procedimento sul prospetto ovvero l'accadimento di vicende gestionali (quali la sottoscrizione di contratti rilevanti) in fase molto ravvicinata rispetto alla conclusione dell'istruttoria che possano avere effetti importanti sul quadro informativo inserito nel prospetto.

In primo luogo, si segnala che la stessa norma dell'art. 41, par. 1, del Regolamento delegato richiede che la bozza di prospetto trasmessa all'autorità evidenzi tutte le modifiche rispetto al prospetto già approvato; spetta quindi all'emittente mettere in rilievo le modifiche intercorse rispetto al prospetto approvato in precedenza dall'Autorità.

La disposizione sulla bozza di prospetto sostanzialmente simile richiede che i prospetti siano simili esclusivamente da un punto di vista sostanziale; pertanto essa dovrebbe trovare applicazione anche se il formato utilizzato per la redazione della bozza di prospetto sia diverso da quello del prospetto già approvato (ad esempio, quando la bozza di prospetto è costituita da documenti distinti e il prospetto già approvato è costituito da un documento unico).

Inoltre, in osservanza a quanto previsto dall'art. 35 del Regolamento Delegato (secondo cui “[...], i riferimenti al prospetto indicano il prospetto o le sue parti costitutive [...]”), la valutazione della similarità sostanziale delle informazioni può essere svolta anche con riferimento a ciascuna delle parti costitutive del prospetto (ad esempio, confrontando solo la nota informativa sui titoli con quella già approvata). Tale valutazione, peraltro, dovrà compiersi considerando anche le informazioni incluse nel prospetto già approvato, o in una sua parte costitutiva, attraverso eventuali successivi supplementi.

Infine, si segnala che tra le proposte presentate dallo studio Clifford Chance in merito all'applicazione dell'approccio proporzionato alla bozza di prospetto sostanzialmente simile ad un prospetto già approvato, appare interessante quella che prevede la possibilità di utilizzo del regime proporzionato anche quando il prospetto già approvato sia di un altro emittente. Al riguardo, trattandosi di un caso non espressamente previsto dalle norme di riferimento, non sembra opportuno che la Consob assuma una propria posizione nella fase di prima applicazione del Regolamento Prospetto. Si ritiene più opportuno sollecitare una valutazione dell'ESMA in proposito.

3. I nuovi criteri di scrutinio e di disclosure dei supplementi

Con specifico riguardo agli obiettivi di armonizzazione e semplificazione dell'attività amministrativa previsti dal legislatore europeo ed evidenziati altresì dagli *stakeholders* nazionali, come anche si evince dalle risposte alla Consultazione, si è ritenuto opportuno riesaminare le *policy* d'Istituto relative all'approvazione dei supplementi, tenuto conto delle specificità proprie di tali istruttorie.

La tematica è di particolare rilevanza per i prospetti di base e le offerte al pubblico di titoli con una durata di diversi mesi, effettuate anche da emittenti diffusi. L'art. 23 del Regolamento Prospetto e le norme previste dai Regolamenti Delegati UE n. 980/2019 e n. 979/2019 della Commissione hanno sostituito dal 21 luglio 2019 la disciplina dettata dalla Direttiva 2003/71/CE (Direttiva Prospetto) in tema di pubblicazione e approvazione del supplemento. Brevemente, le principali innovazioni introdotte in tema di supplementi riguardano:

- la riduzione dei termini istruttori di conclusione dell'iter di approvazione del supplemento da 7 a 5 giorni lavorativi (art. 23, par. 1, secondo alinea, Regolamento Prospetto);
- il rafforzamento del principio secondo cui la pubblicazione del supplemento debba avvenire “senza indebito ritardo” (Considerando (65) e art. 23, par. 1, Regolamento Prospetto);
- la previsione di nuove misure a tutela degli investitori con riguardo agli obblighi informativi posti in capo agli intermediari (art. 23, par. 3, Regolamento Prospetto).

Oltre a tali specifiche previsioni, si ritiene, altresì, opportuno rilevare che l'approccio proporzionato introdotto dal citato art. 41 del Regolamento delegato, ai sensi dell'art. 35 del citato Regolamento si applica anche in materia di supplementi.

In considerazione di quanto sopra osservato, si è proceduto ad integrare la Comunicazione anche con riguardo ai supplementi, in particolare richiamando che il supplemento al prospetto, ai sensi dell'art. 23, par. 1, del Regolamento Prospetto deve essere pubblicato senza indebito ritardo.

4. Sintesi delle modifiche

In sintesi le principali modifiche della Comunicazione attengono:

- alla sintesi della normativa applicabile, ponendo in rilievo i nuovi istituti ispirati all'obiettivo di semplificazione dei prospetti;
- all'inserimento della sezione sulle attività escluse dall'attività di controllo in sede di approvazione di un prospetto in un paragrafo conclusivo, anziché all'inizio;
- all'esplicitazione dell'obiettivo di trasparenza sottostante l'individuazione di situazioni cui applicare i controlli aggiuntivi;
- all'auspicio che i soggetti interessati intensifichino la possibilità di attivare il c.d. *pre-filing* per risolvere specifiche e preliminari complessità e per agevolare il corso dell'istruttoria;
- alla diversa collocazione del paragrafo riguardante gli scambi di informazione, posto ora prima della parte concernente i controlli aggiuntivi ed all'evidenziazione che l'articolazione organizzativa dell'autorità di controllo non può inficiare il perseguimento dell'obiettivo di tutela dell'investitore;
- all'esplicitazione che l'applicazione dei criteri di controllo aggiuntivi tiene conto delle specificità della singola operazione di offerta/ammissione alle negoziazioni ed è ispirata alla finalità di tutela dell'investitore e, quindi, non riveste carattere eccezionale;
- al chiarimento che le situazioni individuate come esemplificazioni non determinano in modo aprioristico l'applicazione di criteri aggiuntivi ma occorre tener conto della specificità dell'operazione e in ogni caso dell'esigenza che il prospetto contenga le informazioni necessarie per una decisione di investimento consapevole;
- alla circostanza che l'individuazione delle fattispecie esemplificative deriva dalla prassi istruttoria di vigilanza in materia di prospetto;
- a una più chiara specificazione, con riferimento ai prospetti IPO, delle situazioni che comportano, controlli aggiuntivi, espungendo il riferimento al caso di riscontro di voci contabili atipiche nel bilancio dell'emittente;
- ai controlli proporzionati, per chiarire sia che un esame di parti non modificate del prospetto può avvenire anche quando i cambiamenti apportati dall'emittente impattano su di esse in maniera rilevante, in conformità all'art. 41, par. 5, del Regolamento delegato, sia che essi siano applicabili anche alle singole parti costitutive dei prospetti ed ai supplementi;
- ai supplementi, con la specificazione delle situazioni in cui si effettuano scambi informativi interni all'organizzazione della Consob e con le Autorità di vigilanza prudenziale e della previsione normativa che impone la pubblicazione del supplemento senza indebito ritardo.

5. Struttura della Comunicazione

Alla luce dell'esito della consultazione, si riporta in allegato la Comunicazione con evidenziazione delle modifiche apportate per tener conto delle osservazioni ricevute dal pubblico.

La presente Comunicazione sostituisce la Comunicazione della Consob n. DEM/9025420 del 24 marzo 2009.