

**MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 11971 IN MATERIA DI EMITTENTI E AL
REGOLAMENTO N. 16191 IN MATERIA DI MERCATI**

**PRIMI ESITI DEGLI APPROFONDIMENTI CONDOTTI NELL'AMBITO DEI TAVOLI DI LAVORO
"CONCORRENZA FRA SISTEMI DI REGOLE E VIGILANZA" E "SEMPLIFICAZIONE
REGOLAMENTARE DEL MERCATO FINANZIARIO ITALIANO"**

DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

25 luglio 2011

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il **21 settembre 2011** al seguente indirizzo:

CONSOB
Divisione Mercati
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

oppure *on-line* per il tramite del SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, 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.

Premessa

Nel febbraio 2011, la Consob ha istituito tre Tavoli di confronto fra Autorità, industria e risparmiatori aventi ad oggetto la concorrenza fra sistemi di regole e di vigilanza, il *funding* delle banche e la semplificazione della regolamentazione. Obiettivo prioritario dei Tavoli di Lavoro è stato l'individuazione e l'analisi delle principali aree normative e prassi di vigilanza percepite come fonte di criticità ovvero di svantaggio competitivo dagli operatori (emittenti, intermediari e mercati) del mercato italiano, ferma restando la necessità di coniugare la competitività del mercato e la necessaria tutela degli investitori.

Gli interventi portati all'attenzione della Consob da parte dei partecipanti ai Tavoli di Lavoro sono stati molteplici e complessi. Ciò ha richiesto un'analisi attenta delle ricadute in termini di tutela degli investitori.

Sulla base delle diversificate istanze di emittenti ed intermediari di semplificazione normativa, l'obiettivo generale è rappresentato dalla necessità di agevolare il ricorso al mercato dei capitali da parte delle imprese e di rafforzare la posizione competitiva della piazza finanziaria italiana attraverso la razionalizzazione e semplificazione del quadro normativo e regolamentare e delle prassi di vigilanza e l'introduzione di regimi di adempimenti diversificati e opzionali.

Gli adempimenti in tema di emittenti quotati hanno visto nel tempo il susseguirsi di interventi normativi (sia di legge sia di tipo regolamentare) volti, da un lato, al recepimento della normativa europea e, dall'altro, all'introduzione di presidi ritenuti nel tempo necessari per fronteggiare specifiche problematiche.

La rivisitazione della disciplina degli emittenti può delinarsi tramite una generalizzata semplificazione del quadro normativo e regolamentare che lasci invariato il livello di tutela degli investitori e attraverso l'introduzione di regimi di adempimenti differenziati ai quali gli emittenti possono decidere volontariamente di sottostare.

Le proposte di seguito descritte consistono sia in interventi di semplificazione normativa sia nell'introduzione di opzioni di deroga attraverso un meccanismo cosiddetto di *opt-out*, volti alla realizzazione di condizioni funzionali ad accrescere la propensione delle società ad aprirsi al mercato dei capitali e a ridurre i costi di permanenza sul listino.

Alcune possibilità di *opt-out* sono esercitabili da parte di tutte le società quotate, mentre altre solo dalle società neo-quotate, per tali intendendosi quelle che chiederanno l'ammissione alla quotazione su un mercato regolamentato o alle negoziazioni in un sistema multilaterale di negoziazione (MTF) successivamente all'entrata in vigore delle norme che consentono l'*opt-out*. Questa differenziazione si giustifica alla luce del fatto che alcuni *opt-out*, se esercitati da società già quotate, potrebbero determinare una riallocazione di ricchezza a sfavore degli azionisti di minoranza e, pertanto, determinare una riduzione del grado di tutele previste dalle norme vigenti. Per le società di nuova quotazione, invece, tali *opt-out*, se esercitati e resi noti prima dell'IPO, sarebbero scontati nel prezzo di offerta delle azioni. Inoltre, tali interventi rispondono anche a una logica di incentivazione alla quotazione in borsa, prevedendo, in particolare, deroghe a norme che incidono sulla possibilità per le imprese di rafforzare la posizione dell'azionista di controllo rispetto a minacce di scalata.

Oltre che in una logica di semplificazione e razionalizzazione del quadro normativo e di rafforzamento degli incentivi allo sviluppo del mercato dei capitali, l'approccio delineato si giustifica anche alla luce della possibilità di consentire alle società di gestione di mercati regolamentati di creare (nell'ambito dell'autonoma definizione dei propri prodotti-mercato) dei segmenti dedicati a imprese che si differenziano in base ad una serie di requisiti di trasparenza e di *corporate governance*. La logica sottostante consiste nel consentire alle imprese la possibilità di scegliere se allinearsi solo agli standard regolamentari previsti dalle norme europee ovvero segnalare al mercato la loro "qualità" aderendo a norme più stringenti.

Occorre che i segnali inviati dalle società attraverso le scelte di *opt-out* siano di facile comprensione per gli investitori che devono essere messi nelle condizioni di svolgere scelte di investimento consapevoli. In tale quadro, appare opportuno che la società di gestione del mercato individui appositi meccanismi di *signalling* che permettano agli investitori di distinguere le società in base al grado di tutela loro offerto.

* * *

Con il presente Documento si sottopongono alla consultazione del mercato le modifiche che si intendono apportare ad alcune disposizioni del Regolamento n. 11971 in materia di Emittenti (di seguito "RE") e al Regolamento n. 16191 in materia di Mercati, quale esito degli approfondimenti sinora condotti nell'ambito dei Tavoli di Lavoro costituiti dalla Consob.

Le modifiche regolamentari oggetto del presente documento di consultazione non esauriscono il complesso delle tematiche affrontate nell'ambito dei Tavoli di Lavoro. Ad esse si aggiungono tematiche che, benché condivise dai partecipanti ai Tavoli di Lavoro, richiedono interventi di modifica legislativa nonché temi che, per la complessità delle questioni coinvolte, richiedono ulteriori approfondimenti.

Si intende, infine, razionalizzare il Regolamento Emittenti trattando in un'unica sede i vari adempimenti connessi ad operazioni omogenee, ossia eliminando la corrente distinzione tra comunicazioni al pubblico e comunicazioni alla Consob, e procedendo alla rinumerazione delle disposizioni.

Al fine di fornire un quadro delle questioni oggetto di analisi dei Tavoli di Lavoro, il presente Documento risulta suddiviso nelle seguenti due sezioni:

SEZIONE I - ***“PROPOSTE DI MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 11971 IN MATERIA DI EMITTENTI E AL REGOLAMENTO N. 16191 IN MATERIA DI MERCATI”***

SEZIONE II - ***“PROPOSTE DI INTERVENTI LEGISLATIVI”***

Sono peraltro in corso di approfondimento presso il Tavolo sulla Semplificazione regolamentare varie ulteriori tematiche, sulle quali si prevede di pervenire a proposte di intervento entro la fine dell'anno.

Si precisa, tuttavia, che oggetto di consultazione sono esclusivamente le modifiche regolamentari di cui alla Sezione I.

SEZIONE I

“PROPOSTE DI MODIFICHE AL REGOLAMENTO N. 11971 IN MATERIA DI EMITTENTI E AL REGOLAMENTO N. 16191 IN MATERIA DI MERCATI”

A. *REGOLAMENTO N. 11971 IN MATERIA DI EMITTENTI*

1. IL PROSPETTO

1.2 TEMPISTICA DI APPROVAZIONE DEL PROSPETTO

Descrizione del tema

La durata dei processi istruttori finalizzati all’approvazione dei prospetti può creare oneri e margini di incertezza per emittenti e intermediari. Ancorché, sulla base di un esame comparativo, i tempi istruttori della Consob appaiano più contenuti rispetto a quello di molte altre realtà UE e ferma restando la correlazione di tali tempi con la qualità del controllo, sono stati individuati alcuni sensibili margini di miglioramento, capaci di ridurre i tempi anche del 25%.

In linea con la prassi applicativa seguita dai *securities regulators* dei maggiori mercati finanziari esteri, far precedere il *filing* del prospetto da una interlocuzione preliminare con gli Uffici nel corso della quale chiarire preventivamente eventuali incertezze interpretative. In particolare, appare atta a ridurre i tempi istruttori un’interlocuzione preliminare circa le peculiarità dell’emittente e dell’offerta e gli effetti che tali particolarità possono avere sui contenuti del prospetto informativo; ciò anche attraverso gli adattamenti e le deroghe alla struttura del prospetto informativo prefigurati dalla vigente disciplina comunitaria (es. informazione finanziaria e di bilancio nei casi di emittenti con storia finanziaria complessa, la necessità o meno dell’inclusione di informazioni finanziarie pro-forma o di dati previsionali). Tale intervento può comportare la riduzione sostanziale dei tempi di approvazione del prospetto consentendo agli offerenti di predisporre bozze di documenti che già nelle fasi istruttorie iniziali risultino sufficientemente complete e, pertanto, consentano un esame immediato da parte degli uffici della Commissione.

Proposta di modifica

Art. 4
(Comunicazione alla Consob)

1. La comunicazione prevista nell'articolo 94, comma 1, del Testo unico è redatta in conformità al modello in Allegato 1A, contiene la sintetica descrizione dell'offerta e l'indicazione dei soggetti che la promuovono, attesta l'esistenza dei presupposti necessari per lo svolgimento dell' offerta, è corredata dei documenti indicati nell'Allegato 1A ed è sottoscritta da coloro che in qualità di offerente ed emittente intendono effettuare l’offerta al pubblico.

2. Prima della comunicazione prevista nel comma 1, l’emittente e l’offerente possono illustrare alla Consob e eventuali specificità dell’emittente, dell’attività o dell’operazione, al

fine di valutare gli effetti che tali particolarità possono avere sui contenuti del prospetto informativo che la Consob è chiamata ad approvare.

Art. 52

(Comunicazione alla Consob)

1. Ai fini della pubblicazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni, l'emittente o la persona che chiede l'ammissione trasmette alla Consob, ai sensi dell'articolo 113, comma 1, del Testo unico, la comunicazione prevista dall'articolo 94, comma 1, del Testo unico, sottoscritta dal legale rappresentante e corredata del prospetto medesimo e degli altri documenti indicati nell'Allegato 1I.

2. Prima della comunicazione prevista nel comma 1, l'emittente e la persona che chiede l'ammissione possono illustrare alla Consob eventuali specificità dell'emittente, dell'attività o dell'operazione, al fine di valutare gli effetti che tali particolarità possono avere sui contenuti del prospetto informativo che la Consob è chiamata ad approvare.

Art. 63

(Comunicazione alla Consob e pubblicazione del prospetto)

1. Con la comunicazione finalizzata alla pubblicazione del prospetto di ammissione alle negoziazioni può essere comunicato alla Consob che si intende effettuare un'offerta al pubblico relativa agli strumenti finanziari comunitari oggetto di ammissione alle negoziazioni. In tal caso la comunicazione è redatta in conformità al modello in Allegato 1I, contiene la sintetica descrizione dell'offerta e l'indicazione dei soggetti che la promuovono, attesta l'esistenza dei presupposti necessari per lo svolgimento dell'offerta, è corredata anche dei documenti indicati nell'Allegato 1A ed è altresì sottoscritta da coloro che in qualità di offerente ed emittente intendono effettuare l'offerta al pubblico. **Prima della comunicazione, l'emittente e l'offerente possono illustrare alla Consob e eventuali specificità dell'emittente, dell'attività o dell'operazione, al fine di valutare gli effetti che tali particolarità possono avere sui contenuti del prospetto informativo che la Consob è chiamata ad approvare.**

1-bis. Qualunque nuovo fatto significativo, errore materiale o imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto che siano atti a influire sulla valutazione degli strumenti finanziari comunitari e che sopravvengano o siano rilevati tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa l'offerta al pubblico o, qualora successivo, il momento di inizio della negoziazione in un mercato regolamentato, sono menzionati in un supplemento al prospetto.*

(...)

*** Periodo inserito nella modifica all'articolo 63 proposta nel documento di consultazione del 6 maggio 2011.**

2. RIPARTO CENTRALIZZATO

Descrizione del tema

