

Ministero dell’Economia e delle Finanze

Direzione V – Regolamentazione e Vigilanza del Sistema Finanziario del Dipartimento del Tesoro
Via XX Settembre 97
00187 Roma

25 marzo 2022

Oggetto: Consultazione pubblica sul Libro Verde “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita” – Individuazione di aree di potenziale intervento nell’ambito del quadro normativo dei mercati finanziari italiani al fine di promuovere la competitività del sistema e delle imprese che operano al suo interno

Ringraziando per l’opportunità di partecipare alla consultazione pubblica sul documento denominato Libro Verde “La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita” (il “**Libro Verde**”), si riportano di seguito alcune considerazioni su singoli profili che emergono dalla lettura del medesimo, che, auspichiamo, possano fornire un contributo nell’ambito del processo di consultazione in corso.

Tenuto conto dell’esperienza da noi maturata sia a livello nazionale che europeo in operazioni di quotazione e offerta di strumenti finanziari, si riportano di seguito alcune proposte volte a promuovere la competitività del mercato finanziario italiano relative a tre principali tematiche:

- (i) ammissione a quotazione di azioni;
- (ii) disciplina del prospetto informativo; e
- (iii) obblighi continuativi richiesti per le società italiane con azioni quotate in Italia.

Si ritiene, infatti, che tali proposte possano avere un impatto positivo in termini di costi e/o tempistica e, pertanto, rappresentino aree di potenziale intervento per rafforzare l’efficienza del mercato.

1. AMMISSIONE A QUOTAZIONE DI AZIONI

1.1 Definizione di regole semplificate per il passaggio da Euronext Growth Milan a Euronext Milan

Con riguardo al tema dell’ammissione a quotazione di azioni sul mercato regolamentato di Borsa Italiana S.p.A. (“**Borsa Italiana**”) “Euronext Milan”, lo scrivente Studio legale accoglie con grande favore la volontà, espressa nel Libro Verde, di procedere a una razionalizzazione e semplificazione della relativa procedura.

In particolare, fermo restando l’obbligo di pubblicare il prospetto semplificato richiesto dal Regolamento (UE) 2017/1129 (il “**Regolamento Prospetto**”), si concorda con la proposta di definire delle regole volte ad agevolare e semplificare il passaggio dall’Euronext Growth Milan a Euronext Milan (c.d. *translisting*). La presenza in Italia di piccole e medie imprese potenzialmente interessate ad accedere al mercato dei capitali, corroborata, tra l’altro, dal recente incremento del numero di quotazioni sull’Euronext Growth Milan, rende di particolare importanza, secondo lo scrivente Studio legale, l’introduzione di misure che consentano una transizione semplificata verso il mercato regolamentato, sia in termini di alleggerimento degli adempimenti, sia in termini di snellimento del procedimento autorizzativo presso la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (“**CONSOB**”). Si evidenzia, peraltro, che il *translisting* presenta notevoli benefici per le società coinvolte, in quanto consente a

queste ultime di godere di una maggiore visibilità e beneficiare di un possibile incremento della liquidità del titolo grazie all'accesso a una platea più ampia di investitori.

Lo scrivente Studio legale auspica che la semplificazione dei processi connessi al *translisting* possa attuarsi sia a livello di adempimenti procedurali che di tempistiche autorizzative connesse all'approvazione del prospetto informativo.

Con riferimento ai primi, si rinvia al successivo paragrafo 1.2 nel quale sono analizzate in maniera più ampia le possibili semplificazioni per le procedure di quotazione di azioni sul mercato regolamentato.

Con riferimento alla riduzione delle tempistiche del procedimento istruttorio, si ritiene che l'istituzionalizzazione del *pre-filing* in relazione alla procedura di *translisting* possa accelerare le tempistiche di approvazione del prospetto informativo. Lo scrivente Studio legale propone, dunque, che la CONSOB adotti specifiche linee guida volte a disciplinare e agevolare l'utilizzo di tale istituto in connessione al fenomeno del *translisting*, le quali potrebbero prevedere, tra le altre, un'abbreviazione dei termini istruttori per gli emittenti che decidessero di avvalersi dell'istituto del *pre-filing*.

1.2 Riduzione del set documentale richiesto ai fini della quotazione iniziale di azioni (c.d. IPO)

Anche ai fini di quanto descritto al precedente paragrafo, si concorda con la proposta di revisione delle disposizioni del gestore del mercato – senza interventi su norme primarie o secondarie – concernenti i documenti rilevanti nel contesto della procedura di ammissione a quotazione iniziale di azioni (c.d. IPO), in linea con quanto già accade in altri paesi dell'Unione Europea.

In primo luogo, si propone di eliminare l'obbligo di elaborazione di un *memorandum* sulla disciplina applicabile e sugli obblighi derivanti dall'ammissione alle negoziazioni in Borsa. Si ritiene, infatti, che l'educazione finanziaria del *management* delle società italiane sia ormai sufficientemente diffusa, tanto che si possa ritenere esaurita la funzione originaria di tale obbligo.

Si concorda, inoltre, con la proposta di eliminazione dell'obbligo di predisposizione di un *memorandum* descrittivo del sistema di controllo e di gestione adottato dall'emittente e dalle principali società del gruppo ad esso facente capo e dell'obbligo di deposito presso Borsa Italiana del piano industriale, il quale verrebbe in ogni caso trasmesso allo *sponsor* a seguito di attestazione dei dati di *budget* da parte di una società di revisione.

In aggiunta a quanto precede, si propone altresì l'eliminazione dell'obbligo di depositare presso Borsa Italiana i seguenti documenti che si ritengono superflui nell'ambito di un processo di IPO: (i) la relazione di confronto tra il sistema di governo societario e le raccomandazioni del codice di *Corporate Governance*, in quanto tali informazioni già sono ricavabili dal prospetto informativo; (ii) i *curriculum vitae* dei componenti l'organo amministrativo e degli alti dirigenti, oltre alla descrizione delle eventuali deleghe a questi conferite e delle mansioni degli alti dirigenti, dal momento che anche tali informazioni sono già contenute all'interno del prospetto informativo; (iii) i fascicoli di bilancio relativi agli ultimi tre esercizi e la relativa relazione del revisore, documenti già forniti alla CONSOB nell'ambito della procedura di approvazione del prospetto informativo.

1.3 Aumento degli incentivi fiscali per le società che avviano un processo di IPO

In linea con quanto suggerito dal TESH (*Technical Expert Stakeholder Group on SMEs*)¹, si propone di incrementare ed estendere gli incentivi fiscali per le società che avviano un processo di IPO. Ad oggi, per le sole PMI che decidono di quotarsi su un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione, è previsto un credito di imposta pari al 50% delle spese sostenute ai fini della quotazione, entro un tetto massimo di Euro 200.000 (in tali spese rientrano i costi di consulenza legale, fiscale, finanziaria e i costi inerenti il processo di quotazione). Lo scrivente Studio legale riterrebbe

¹ V. "Empowering EU capital markets for SMEs - Making listing cool again", TESH, maggio 2021.

utile, ai fini dell'incentivazione al ricorso ai mercati di capitale, valutare l'estensione della durata di tale agevolazione (attualmente in vigore fino al 2022), nonché il ripristino del massimale originariamente fissato in misura pari a Euro 500.000.

2. PROSPETTO INFORMATIVO

2.1 Riduzione delle informazioni da includere nel prospetto informativo

Si condivide e accoglie con favore la proposta di adottare misure volte al contenimento del numero di pagine del prospetto informativo per l'ammissione a quotazione di azioni e per gli aumenti di capitale. Per perseguire dette finalità, si ritiene fondamentale – in maniera da evitare fenomeni di *goldplating* – che agli emittenti sia richiesta l'inclusione all'interno del prospetto delle sole informazioni previste ai sensi del Regolamento Prospetto.

Si fa riferimento, in particolare, alle richieste informative formulate per prassi dalla CONSOB che non sono, per contro, prescritte ai sensi della normativa applicabile o, comunque, dalla stessa considerate facoltative (quali, ad esempio, SWAT *analysis*, multipli di quotazione o indicazione della probabilità di accadimento dei singoli fattori di rischio). Lo scrivente Studio legale ritiene utile, ai fini di scongiurare che l'eccesso di informazioni all'interno del prospetto possa tradursi in una forma di disinformazione, che agli emittenti sia concessa la possibilità di attenersi strettamente alle informazioni previste dal Regolamento Prospetto e che sia rimessa alla discrezionalità di questi ultimi l'ulteriore implementazione all'interno del prospetto informativo di informazioni non strettamente richieste dalla normativa applicabile.

2.2 Osservazioni fornite nell'ambito della consultazione avviata dalla CONSOB nel dicembre 2021 contenente proposte di modifica al Regolamento Emittenti in materia di prospetti informativi

In aggiunta alle predette proposte di snellimento del contenuto del prospetto informativo, volte, *inter alia*, a ottenere un miglioramento dal punto vista qualitativo e funzionale dell'informativa ivi contenuta, lo scrivente Studio legale ritiene che il mercato italiano debba essere maggiormente allineato alle altre giurisdizioni europee anche in termini di tempistiche e prassi di approvazione dei prospetti informativi.

A tale riguardo, si riportano in allegato alla presente lettera (*sub* "**Allegato A**") le osservazioni che lo scrivente Studio legale ha recentemente formulato alla CONSOB nell'ambito della consultazione avviata nel dicembre 2021 in merito alla procedura di approvazione dei prospetti informativi. Tali proposte sono state formulate a seguito di numerose interlocuzioni con operatori di mercati internazionali, e, dunque, sono tese a incrementare la competitività del nostro mercato rispetto agli altri Paesi europei. Per comodità di riferimento, si riporta di seguito una sintesi di tali proposte.

a) ottimizzazione dei tempi di approvazione del prospetto

Si ritiene che, ai fini di una maggior prevedibilità dei tempi complessivi per l'approvazione del prospetto informativo e di un più agevole accesso al mercato dei capitali, sia necessario individuare con maggiore chiarezza il concetto di "completezza" della domanda di approvazione e dei relativi allegati (ivi inclusa la bozza del prospetto informativo stesso). In particolare, si auspica che CONSOB:

- fornisca una indicazione più precisa del requisito di "completezza" della domanda di approvazione del prospetto informativo, che, come formulato nella proposta di consultazione sopra citata, potrebbe porre numerose problematiche ai fini della certezza dei termini dell'istruttoria;
- indichi se la domanda di approvazione del prospetto informativo possa ritenersi "completa" con il solo deposito dei documenti indicati nell'Allegato 1A al regolamento adottato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999 (il "**Regolamento Emittenti**") e

nell'articolo 42 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980 (il “**Regolamento Delegato**”), e, dunque, chiarisca se i termini per l'approvazione del prospetto previsti dal Regolamento Prospetto decorrano anche qualora il prospetto informativo non contenga la totalità delle informazioni richieste dagli applicabili schemi del Regolamento Delegato;

- non espunga dall'art. 8, comma 1, del Regolamento Emittenti la previsione relativa al termine di 10 giorni lavorativi attualmente concesso all'emittente per integrare la domanda di approvazione del prospetto informativo, qualora la stessa non sia ritenuta “completa” dalla CONSOB, in quanto si ritiene che l'eliminazione di tale termine renderebbe più aleatoria la definizione della tempistica complessiva dell'operazione da parte di banche e intermediari finanziari.

b) potenziamento dell'istituto del *pre-filing*

Si ritiene che l'estensione del c.d. *pre-filing* potrebbe rappresentare un significativo vantaggio in termini di efficienza e snellezza dell'istruttoria. Al fine di garantire la massima chiarezza e semplicità nell'utilizzo di tale strumento, si propone di definire un termine massimo per la trasmissione, non superiore a 10 giorni lavorativi, da parte dell'autorità di vigilanza, degli eventuali commenti alla bozza di prospetto informativo oggetto di *pre-filing*. Si auspica, inoltre, che l'istruttoria successiva al *pre-filing* non contempli nuove domande di integrazione, fatta eccezione per quelle risultanti da nuovi elementi emersi in una successiva fase della medesima istruttoria. Inoltre, si auspica che a esito delle interlocuzioni occorse nell'ambito del *pre-filing* sia possibile definire con l'autorità un chiaro cronoprogramma dell'istruttoria, in modo che gli emittenti e i loro consulenti possano avere visibilità delle tempistiche di approvazione dei prospetti informativi e definire con ragionevole certezza il *time to market* dell'operazione.

c) redazione del prospetto in lingua inglese

Si concorda con l'apertura fornita dalla CONSOB nell'autorizzare la redazione del prospetto informativo in lingua inglese. A tale riguardo, si propone di autorizzare, quanto meno in assenza di offerte al pubblico in Italia, la pubblicazione di prospetti informativi che presentino un formato allineato a quello dell'*international offering circular* utilizzato per il collocamento degli strumenti finanziari presso investitori istituzionali americani (c.d. QIBs).

Si suggerisce, pertanto, che la CONSOB autorizzi una maggiore flessibilità nell'adesione agli schemi del Regolamento Delegato, restando ferma la necessità delle informazioni previste dagli schemi di cui al medesimo Regolamento Delegato, nonché le informazioni aggiuntive generalmente contenute negli *international offering circular*. Tale scelta avrebbe il pregio per gli emittenti di predisporre un unico documento di offerta e quotazione nel caso di operazioni soggette alla *Rule 144A* o alla *Regulation S* del *Securities Act* e, dunque, di ridurre sensibilmente i costi fino ad oggi sostenuti per la predisposizione di due documenti distinti, nonché di evitare confusione tra gli operatori del mercato e i potenziali investitori.

2.3 *Eliminazione dell'obbligo di redazione del KID per gli aumenti di capitale e l'emissione di warrant e di obbligazioni convertibili*

Come noto a codesto Spettabile Ministero, sono in corso riflessioni a livello europeo in merito all'applicazione del Regolamento UE n. 1286/2014 (c.d. “Regolamento PRIIPs”) e alla connessa necessità di predisposizione del KID per i prodotti emessi da imprese non finanziarie in relazione a determinate operazioni societarie (ad es. diritti di opzione e *warrant* connessi a operazioni di aumento di capitale). A tale riguardo, si ritiene particolarmente importante, in un'ottica di semplificazione dei processi e di coerenza applicativa delle disposizioni di legge, che sia chiarita l'assenza ai sensi del predetto regolamento di un obbligo di redazione del KID da parte degli emittenti non finanziari in caso

di emissioni di diritti di opzione e *warrant* connessi alle operazioni di aumento di capitale.

3. ONGOING OBLIGATIONS E DISCIPLINA DELLE SOCIETÀ QUOTATE

3.1 Potenziamento dei diritti di voto plurimo e maggiorato

In considerazione della rilevanza dell'impatto di tale normativa negli ordinamenti europei e delle scelte effettuate dagli emittenti in merito al mercato di quotazione, lo scrivente Studio legale concorda con la proposta di rivedere la disciplina relativa ai diritti di voto plurimo e maggiorato, prevedendone un potenziamento. Si ritiene, infatti, che un ampliamento di tali misure favorirebbe un più diffuso accesso delle società italiane al mercato e/o la scelta dell'Italia come Stato di costituzione e quotazione, evitando così la deriva dei fenomeni di *forum shopping* e di *forum listing* acuitisi nel corso degli ultimi anni. Pertanto, con riferimento sia alle azioni con voto plurimo sia alle azioni con voto maggiorato, si auspica un incremento del loro effetto moltiplicatore sulla scia di quanto già avviene in altri Paesi europei, prima fra tutti l'Olanda, che rappresenta il mercato di quotazione più utilizzato per contemperare l'esigenza del soggetto/i controllante/i di mantenere a seguito della quotazione uno stabile controllo societario pur a fronte di un possesso azionario limitato.

3.2 Eliminazione dell'applicazione della disciplina in ambito di internal dealing nei confronti degli azionisti con partecipazione superiore al 10% del capitale sociale

Con riferimento agli obblighi derivanti dall'applicazione della normativa europea sul *market abuse* e, in particolare dal Regolamento (UE) n. 596/2014 ("MAR"), si concorda con la proposta di eliminare le comunicazioni c.d. di *internal dealing* per gli azionisti titolari di una partecipazione superiore al 10% dei diritti di voto dell'emittente di cui agli artt. 152-*sexies* ss. del Regolamento Emittenti. Tale disposizione rappresenta, infatti, un esempio tipico di *goldplating* sussistente a livello nazionale, non trovando alcun riscontro nell'ambito della normativa MAR.

3.3 Eliminazione dell'obbligo di pubblicazione su base ricorrente di talune informazioni sui quotidiani nazionali

In generale, si concorda con la proposta di revisione, in ottica di semplificazione e razionalizzazione, della normativa italiana in materia di oneri di pubblicazione sulla stampa quotidiana. In particolare, lo scrivente Studio legale, con riferimento agli oneri di cui agli artt. 113-*bis*, co. 2 (ammissione alle negoziazioni di quote o azioni di Oicr aperti), 113-*ter*, co. 3 (disposizioni generali in materia di informazioni regolamentate), 122 (patti parasociali) e 125-*bis* (avviso di convocazione dell'assemblea) del D.lgs. 58/1998 (il "TUF"), accoglie con favore la proposta di ampliamento dell'utilizzo dei Sistemi di Diffusione delle Informazioni Regolamentate e della pubblicazione sul sito *internet* dell'emittente in sostituzione della pubblicazione tramite mezzi di informazione su quotidiani a diffusione nazionale, al fine di consentire l'adempimento dei relativi obblighi di pubblicità senza ingiustificati costi per gli emittenti.

3.4 Eliminazione dell'obbligo di comunicazione sulle intenzioni di gestione al superamento della soglia del 10%

Da ultimo, sempre in ottica di superamento di alcune misure di *goldplating* sussistenti a livello nazionale e di semplificazione e riduzione degli adempimenti in capo a potenziali investitori, si propone l'eliminazione dell'obbligo di produrre la c.d. "dichiarazione anti-scorrerie" di cui all'art. 120, c. 4-*bis*, del TUF, che emerge come peculiarità dell'ordinamento nazionale e non trova riscontro nella normativa derivante dalla Direttiva 2004/109/CE (c.d. "Transparency Directive").

* * *

Ringraziando sin d'ora per l'opportunità offerta, restiamo a disposizione per un incontro al fine di meglio illustrare le nostre proposte sopra brevemente accennate e, ove sia ritenuto da Voi utile, fornire, alla luce dell'esperienza applicativa maturata, ogni ulteriore contributo rispetto al complesso e articolato processo di attività funzionali alla quotazione e all'offerta.

Nel frattempo, per qualsiasi dettaglio o chiarimento che si rendesse necessario od opportuno con riferimento a quanto sopra, restiamo a disposizione ai seguenti recapiti:

- Avv. Ferigo Foscari: tel.: 02 00688300, e-mail: ffoscari@whitecase.com
- Avv. Maria Cristina Storchi: tel.: 02 00688300, e-mail: maria.cristina.storchi@whitecase.com
- Avv. Alessandro Zappasodi: tel.: 02 00688300, e-mail: alessandro.zappasodi@whitecase.com
- Avv. Piero de Mattia: tel.: 02 00688300, e-mail: piero.demattia@whitecase.com
- Avv. Alessandro Picchi: tel.: 02 00688300, e-mail: apicchi@whitecase.com
- Avv. Lorenza Fici: tel.: 02 00688300, e-mail: lorenza.fici@whitecase.com

WHITE & CASE (EUROPE) LLP

ALLEGATO A

Osservazioni al documento di consultazione CONSOB del 23 dicembre 2021

[pagina intenzionalmente lasciata in bianco]

CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G.B. Martini, 3
00198 Roma

Invio tramite SIPE - Sistema Integrato per l'Esterno

6 febbraio 2022

Oggetto: Modifiche al regolamento emittenti in materia di prospetti

Ringraziando per l'opportunità di partecipare alla consultazione pubblica sul documento di consultazione del 23 dicembre 2021 contenente le proposte di modifica (le "**Modifiche**") al regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (il "**Regolamento Emittenti**") in materia di prospetti, si riportano di seguito alcune considerazioni e osservazioni su singoli profili che emergono dalla lettura delle Modifiche che, auspicchiamo, possano fornire un contributo nell'ambito del processo di consultazione in corso.

Considerata l'importanza delle Modifiche per lo sviluppo del mercato dei capitali italiano, lo scrivente studio legale risponde alla consultazione tenendo conto della propria esperienza maturata, sia a livello nazionale che europeo, in operazioni di quotazione e offerta di strumenti finanziari. Si ritiene, infatti, che l'implementazione in Italia delle *best practice* sviluppatesi negli ultimi anni nel mercato di capitali europeo possa giovare al consolidamento del mercato nazionale anche al fine di evitare che società italiane continuino a trasferire la propria sede all'estero per utilizzare procedimenti amministrativi più rapidi.

Come noto a codesta Spettabile Commissione, negli ultimi anni un numero crescente di società italiane ha trasferito (o sta considerando di trasferire) la propria sede in altro Paese dell'Unione Europea (c.d. "*forum shopping*") al fine, tra l'altro, di trarre vantaggio da istruttorie sui prospetti generalmente più brevi e meno onerose. Tale fenomeno è altresì acuito dalla crescente tendenza, registrata nel mercato obbligazionario, a quotare all'estero i propri strumenti finanziari (c.d. "*listing shopping*"), fenomeno che impoverisce ulteriormente il mercato italiano dei capitali.¹ A tale riguardo, si ritiene che l'Italia abbia un grandissimo potenziale in termini di grandi e piccole e medie imprese interessate ad accedere al mercato dei capitali e che, pertanto, sia auspicabile che l'Italia resti, e diventi sempre più attraente e competitiva rispetto ad altri Paesi europei in termini di efficienza, snellezza e chiarezza dell'istruttoria sul prospetto informativo (inclusa, dunque, la prevedibilità della relativa tempistica).

A tale riguardo, si evidenzia che le proposte di modifica di seguito rappresentate tengono altresì conto di numerose interlocuzioni avute con le principali banche d'affari internazionali attive nel mercato italiano con le quali lo scrivente studio legale ha avuto modo di confrontarsi a seguito della pubblicazione delle Modifiche. Tali interlocuzioni sono servite per ottenere un quadro ampio circa i *trend* nell'accesso dei mercati di capitali europei e per chiarire le esigenze e le dinamiche che, nel contesto europeo, sono privilegiate dagli emittenti al momento della scelta di procedere con l'offerta e quotazione dei propri strumenti finanziari.

1. REGIME LINGUISTICO

Rispetto al regime linguistico di redazione del prospetto informativo, si accoglie con grande favore la possibilità di utilizzare una lingua comunemente adottata nel mondo della finanza internazionale, quale tipicamente la lingua inglese, anche quando l'Italia è lo Stato membro d'origine e

¹ Si veda, a tale riguardo, il recente intervento di Assonime: "*La funzione del Codice tra auto-disciplina e regolamentazione: adesione, grado di applicazione, proporzionalità*" (28 gennaio 2022).

le offerte sono svolte in tutto o in parte sul territorio nazionale (ivi incluse le offerte al pubblico indistinto in Italia).

Tuttavia, al fine di rendere il mercato italiano dei capitali sempre più attraente e competitivo in Europa, lo scrivente studio legale riporta di seguito alcune osservazioni alle Modifiche ed ulteriori proposte di modifica e/o integrazione delle Modifiche che si pongono l'obiettivo di allineare la normativa italiana a quella delle giurisdizioni europee generalmente preferite in termini di accesso al mercato di capitali.

1.1 Formato del prospetto informativo in lingua inglese

Come accettato da diversi Paesi europei², al fine di ridurre i costi connessi all'accesso al mercato dei capitali da parte di emittenti ed offerenti, si propone che codesta Spettabile Commissione autorizzi, quanto meno in assenza di offerte al pubblico in Italia, la pubblicazione di prospetti informativi che presentino un formato allineato a quello dell'*international offering circular* (e quindi ben noto agli investitori istituzionali).

Si propone, pertanto, che codesta Spettabile Commissione autorizzi una maggiore flessibilità nell'adesione agli schemi del Regolamento (UE) 2019/980 affinché l'emittente o l'offerente possano redigere il prospetto informativo in un formato simile a quello dell'*international offering circular*, fermo restando che lo stesso dovrebbe contenere – ovviamente – tutte le informazioni previste dagli schemi previsti dal Regolamento (UE) 2019/980 nonché le informazioni aggiuntive generalmente contenute negli *international offering circular*.

Tale scelta avrebbe il pregio per gli emittenti di predisporre un unico documento di offerta e quotazione nel caso di operazioni soggette alla *Rule 144A* o alla *Regulation S* del *Securities Act* e, dunque, di ridurre sensibilmente i costi fino ad oggi sostenuti per la predisposizione di due documenti distinti (*i.e.* il prospetto informativo e, appunto, l'*international offering circular*). In particolare, è utile precisare che il formato dell'*international offering circular* è ben noto agli investitori istituzionali e non sarebbe pertanto utile (né in alcun modo conveniente per il successo dell'offerta) optare per uno stile che segua pedissequamente gli schemi del Regolamento (UE) 2019/980. Risulta infatti evidente che la predisposizione di due documenti di offerta in lingua inglese per la medesima operazione (*i.e.* il prospetto informativo oggetto di approvazione e l'*international offering circular* destinato agli investitori istituzionali) creerebbe confusione tra gli operatori del mercato e i potenziali investitori, oltre a incrementare il rischio di disallineamento informativo e/o mancata coerenza tra i due documenti.

Ciò posto, al fine di agevolare l'analisi della rispondenza del contenuto del prospetto così approvato rispetto agli schemi imposti dalla normativa europea, si propone che gli emittenti depositino assieme al prospetto una tabella riconciliativa dei paragrafi di tale prospetto rispetto agli schemi del Regolamento (UE) 2019/980. In alternativa, codesta Spettabile Commissione potrebbe valutare il deposito di una versione annotata del prospetto stesso che indichi, a margine di ogni paragrafo, il corrispondente elemento degli schemi regolamentari.

L'approccio proposto è in linea, tra l'altro, con quello adottato dall'autorità di vigilanza olandese, la Dutch Authority for the Financial Markets (o AFM) che già consente la predisposizione di un unico documento di offerta in lingua inglese (senza alcuna traduzione in olandese della nota di sintesi anche in caso di offerta al pubblico indistinto in Olanda) che segua il formato dell'*international offering circular*, pur integrando tutti i contenuti richiesti dal Regolamento (UE) 2019/980. Al fine di agevolare la verifica della corrispondenza con tali schemi, la AFM olandese richiede altresì all'emittente il deposito di una versione annotata del prospetto informativo con indicazione, a margine di ciascun paragrafo, dello schema di riferimento del Regolamento (UE) 2019/980.

² Si vedano, in particolare, le istruttorie sui prospetti svolte da parte della AFM in Olanda e dalla CNMV in Spagna.

Si segnala inoltre che anche l'autorità di vigilanza spagnola, la Commissione Nazionale del Mercato dei Valori (CNMV), consente la possibilità di predisporre un unico documento di offerta in lingua inglese che segue il formato dell'*international offering circular*, fermo restando che la nota di sintesi deve essere messa a disposizione anche in lingua spagnola.

1.2 Nota di sintesi in lingua italiana

Fermo restando quanto rappresentato al paragrafo 1.1 che precede, al fine di snellire ulteriormente l'istruttoria e l'intero processo di quotazione, si propone a codesta Spettabile Commissione di prevedere i seguenti due regimi circa la traduzione della nota di sintesi in lingua italiana:

- a) nell'ipotesi in cui l'offerta sia rivolta esclusivamente a investitori istituzionali (*i.e.* senza offerta al pubblico indistinto in Italia) e pertanto sia richiesta la predisposizione di un solo prospetto di quotazione, l'emittente e/o il soggetto che chiede l'ammissione alle negoziazioni potranno redigere il prospetto in lingua inglese, senza alcuna traduzione della nota di sintesi in lingua italiana;
- b) nell'ipotesi in cui l'offerta sia rivolta anche (o esclusivamente) al pubblico indistinto in Italia e pertanto sia richiesta la predisposizione di un prospetto di offerta, l'emittente e/o il soggetto che chiede l'ammissione alle negoziazioni saranno invece tenuti a predisporre la sola nota di sintesi in lingua italiana (in aggiunta alla nota di sintesi in inglese già contenuta nel prospetto in lingua inglese).

La validità dell'approccio proposto con riferimento al formato del prospetto (*sub* 1.1) e alla traduzione della nota di sintesi (*sub* 1.2) e il fatto che l'integrità del mercato e la tutela degli investitori siano comunque garantiti sono testimoniati dal fatto che già oggi diverse altre autorità di vigilanza dei principali Paesi europei permettono di redigere il prospetto in una lingua diversa da quella nazionale e di predisporre un unico documento in un formato, meglio noto agli investitori istituzionali, nell'ambito di un graduale ma continuo processo di armonizzazione regolamentare delle giurisdizioni degli Stati membri.

2. **PROCEDURA DI APPROVAZIONE DEL PROSPETTO INFORMATIVO**

Con riferimento alle Modifiche proposte nella consultazione in relazione alla tempistica di approvazione del prospetto informativo, si accoglie con favore la maggiore flessibilità auspicata da codesta Spettabile Commissione e l'ulteriore allineamento con il Regolamento (UE) 2017/1129 (il "**Regolamento Prospetti**").

Ai fini di una maggior prevedibilità dei tempi complessivi per l'approvazione del prospetto informativo e di un più agevole e semplice accesso al mercato dei capitali - che, ad avviso di chi scrive, rappresentano le esigenze maggiormente avvertite dagli operatori di mercato - preme evidenziare alcuni aspetti in relazione alla completezza della richiesta di approvazione del prospetto informativo e alla durata complessiva dell'istruttoria che potrebbero rendere il mercato dei capitali in Italia competitivo anche rispetto ad altri Paesi europei.

2.1 Completezza della domanda di approvazione

Con riferimento alla tempistica della procedura di approvazione del prospetto informativo, si auspica una maggiore chiarezza in relazione al concetto di "completezza" della domanda di approvazione e dei relativi allegati (ivi inclusa la bozza del prospetto informativo stesso).

In particolare, si auspica che codesta Spettabile Commissione:

- a) fornisca un'indicazione più precisa dei requisiti di "completezza" della domanda di approvazione del prospetto informativo sia da intendersi "completa";

- b) indichi se la domanda di approvazione del prospetto informativo possa ritenersi “completa” con il solo deposito dei documenti indicati nell'Allegato 1A al Regolamento Emittenti e nell'articolo 42 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980, e, dunque, chiarisca se i termini per l'approvazione del prospetto previsti dall'articolo 20, paragrafi 2 e 3, del regolamento (UE) 2017/1129 decorrano anche qualora il prospetto informativo non contenga la totalità delle informazioni richieste dagli applicabili schemi del Regolamento Delegato (UE) 2019/980;
- c) non espunga dall'art. 8, comma 1, del Regolamento Emittenti la previsione relativa al termine di 10 giorni lavorativi attualmente concesso all'emittente per integrare la domanda di approvazione del prospetto informativo, qualora la stessa non sia ritenuta “completa” da codesta Spettabile Commissione in quanto si ritiene che l'eliminazione di tale termine renderebbe più aleatoria la definizione della tempistica complessiva dell'operazione da parte di banche e intermediari finanziari.

2.2 Durata massima dell'istruttoria

Con riferimento alla proposta di abrogare la previsione relativa alla durata massima dell'istruttoria di approvazione del prospetto informativo, di cui all'art. 8, comma 5, del Regolamento Emittenti, si ritiene che tale abrogazione, in assenza di determinati correttivi, possa rendere particolarmente difficile la definizione della tempistica di approvazione del prospetto informativo e, di conseguenza, l'organizzazione delle attività di c.d. *marketing* e, conseguentemente, i rapporti con i potenziali investitori che sovente sono collegati all'istruttoria dell'autorità.

Con riferimento alle scelte adottate dagli altri Paesi europei a tale riguardo, si segnala che, in termini generali, le principali autorità competenti rinviano interamente alla tempistica dettata dal Regolamento Prospetti e non indicano la durata massima dell'istruttoria sul prospetto informativo ma, nella gran parte dei casi, concordano poi con l'emittente o l'offerente le scadenze intermedie dell'istruttoria stessa. Per ulteriori informazioni in relazione alla prassi vigente in altri Paesi europei, si rinvia al successivo paragrafo 2.4.

A tale riguardo, lo scrivente studio legale suggerisce di prevedere:

- a) con riferimento alle istruttorie avviate mediante *prefiling* del prospetto informativo, una durata massima di tale istruttoria preliminare pari a 30 giorni lavorativi a partire dal primo deposito della domanda di approvazione e dei relativi allegati (con riferimento al *prefiling*, si veda anche quanto suggerito nel successivo paragrafo 3),
- b) con riferimento alle istruttorie avviate senza *prefiling* del prospetto informativo, una durata massima dell'istruttoria sul prospetto informativo pari a 40 giorni lavorativi a partire dal primo deposito della domanda di approvazione e dei relativi allegati.

2.3 Scadenze intermedie dell'istruttoria sul prospetto informativo

Oltre a quanto sopra esposto in relazione ai termini massimi dell'istruttoria per l'approvazione del prospetto informativo, sulla base dell'esperienza dello scrivente studio legale nonché delle interlocuzioni avute con diversi operatori di mercato, è emersa l'esigenza di definire, con ragionevole certezza, sin dall'inizio delle operazioni, i tempi di completamento dell'istruttoria per l'approvazione del prospetto informativo.

Con riferimento alle scelte adottate dagli altri Paesi europei a tale riguardo, si segnala che, se, come anticipato, le principali autorità competenti rinviano interamente alla tempistica dettata dal Regolamento Prospetti, allo stesso tempo, concordano con l'emittente o l'offerente le scadenze intermedie dell'istruttoria stessa. Per ulteriori informazioni in relazione alla prassi vigente in altri Paesi europei, si rinvia al successivo paragrafo 2.4.

A tale riguardo, al fine di agevolare la definizione delle tempistiche di offerta e quotazione e, pertanto, di rendere più competitivo l'accesso al mercato dei capitali in Italia, preme segnalare l'utilità di definire scadenze intermedie precise nell'ambito dell'istruttoria sul prospetto informativo.

Alla luce di quanto precede, lo scrivente studio legale suggerisce:

- a) che, immediatamente dopo il *prefiling* del prospetto informativo o, in assenza di *prefiling*, prima ancora del primo deposito formale della domanda di approvazione dello stesso, codesta Spettabile Commissione condivida con l'emittente una tempistica per l'approvazione del prospetto informativo che l'emittente e codesta Spettabile Commissione si impegneranno in buona fede a rispettare a condizione che non intervengano eventi che abbiano un impatto sull'istruttoria. Tale tempistica definirebbe quindi le date indicative per (i) l'invio delle richieste di integrazione del prospetto informativo e (ii) per il deposito delle bozze integrate del prospetto informativo³; ovvero, in alternativa,
- b) di regolare formalmente le scadenze intermedie nell'ambito dell'istruttoria, definendo quindi il numero massimo di giorni di volta in volta a disposizione (i) di codesta Spettabile Commissione per l'invio di richieste di integrazione del prospetto informativo e (ii) dell'emittente per il deposito della bozza integrata del prospetto informativo.

2.4 Prassi adottate da altri Paesi europei

A supporto delle valutazioni relative alle proposte qui riportate con riferimento alla completezza della richiesta di approvazione (*sub* 2.1) e alla tempistica dell'istruttoria sul prospetto informativo (*sub* 2.2 e 2.3), si riporta di seguito una breve analisi delle scelte adottate da parte delle altre principali autorità competenti in materia di prospetti frutto del confronto con i nostri colleghi e studi associati della loro esperienza su operazioni di quotazione e di offerta.

In termini generali, tutti i Paesi europei rinviano interamente alla tempistica dettata dal Regolamento Prospetti ma, nella gran parte dei casi, concordano poi con l'autorità competente le scadenze intermedie dell'istruttoria che comprendono altresì il termine ultimo per la "completezza" della domanda di approvazione e dei relativi allegati.

Paese / Autorità di Vigilanza	Completezza della domanda di approvazione del prospetto informativo	Durata massima dell'istruttoria	Scadenze intermedie dell'istruttoria
Olanda <i>Dutch Authority for the Financial Markets (AFM)</i>	– L'Autorità non effettua uno scrutinio della completezza della domanda di approvazione precedente all'avvio dei termini per la revisione del documento. Le informazioni mancanti dal prospetto informativo e gli eventuali documenti da allegare alla domanda di approvazione devono essere forniti entro la data di completamento dell'istruttoria (i.e.	– Rinvio ai termini del Regolamento Prospetti. – La tempistica complessiva dell'istruttoria è concordata informalmente con l'Autorità prima dell'avvio della stessa.	– La tempistica complessiva dell'istruttoria e le scadenze intermedie (i.e. invio di commenti da parte dell'Autorità e deposito della bozza integrata del prospetto informativo) sono concordate informalmente con l'Autorità prima

³ Si veda, in particolare, la prassi adottata da parte della AFM in Olanda.

	prima del rilascio del nulla osta). Il termine esatto è concordato informalmente con l'Autorità prima dell'avvio dell'istruttoria.		dell'avvio dell'istruttoria.
Spagna <i>Commissione Nazionale del Mercato dei Valori (CNMV)</i>	– L'Autorità non effettua uno scrutinio della completezza della domanda di approvazione precedente all'avvio dei termini per la revisione del documento. Le informazioni mancanti dal prospetto informativo e gli eventuali documenti da allegare alla domanda di approvazione devono essere forniti entro la data di completamento dell'istruttoria (i.e. prima del rilascio del nulla osta).	– Rinvio ai termini del Regolamento Prospetti.	– L'Autorità ha indicato informalmente che i commenti alla bozza di prospetto informativo devono essere inviati entro un termine compreso tra tre e cinque giorni lavorativi dal primo deposito ed entro due giorni lavorativi dal deposito delle bozze di volta in volta integrate.
Francia <i>Autorité des marchés financiers (AMF)</i>	– L'Autorità non effettua uno scrutinio della completezza della domanda di approvazione precedente all'avvio dei termini per la revisione del documento. Le informazioni mancanti dal prospetto informativo e gli eventuali documenti da allegare alla domanda di approvazione devono essere forniti entro la data di completamento dell'istruttoria (i.e. prima del rilascio del nulla osta). Il termine esatto è concordato informalmente con l'Autorità prima dell'avvio dell'istruttoria.	– Rinvio ai termini del Regolamento Prospetti. – La tempistica complessiva dell'istruttoria è concordata informalmente con l'Autorità prima dell'avvio della stessa.	– La tempistica complessiva dell'istruttoria e le scadenze intermedie (i.e. invio di commenti da parte dell'Autorità e deposito della bozza integrata del prospetto informativo) sono concordate informalmente con l'Autorità prima dell'avvio dell'istruttoria.
Germania <i>Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)</i>	– L'Autorità non effettua uno scrutinio della completezza della domanda di approvazione precedente all'avvio dei termini per la revisione	– Rinvio ai termini del Regolamento Prospetti. – La tempistica complessiva dell'istruttoria è	– L'emittente trasmette all'Autorità, prima dell'avvio dell'istruttoria, una lettera di presentazione

	<p>del documento. Le informazioni mancanti dal prospetto informativo e gli eventuali documenti da allegare alla domanda di approvazione devono essere forniti entro la data di completamento dell'istruttoria (i.e. prima del rilascio del nulla osta). Il termine esatto è concordato informalmente con l'Autorità prima dell'avvio dell'istruttoria.</p>	<p>concordata informalmente con l'Autorità prima dell'avvio della stessa.</p>	<p>dell'emittente e dell'operazione, nonché una proposta di tempistica, cui fanno seguito discussioni informali volte a definire la tempistica dell'istruttoria sulla base di tali informazioni preliminari.</p>
--	--	---	--

3. POTENZIAMENTO DEL C.D. PREFILING

Rispetto alla possibilità di estendere l'utilizzo dello strumento del c.d. *prefiling*, non si può che accogliere con favore la proposta di codesta Spettabile Commissione, che potrebbe rappresentare un significativo vantaggio in termini di efficienza e snellezza dell'istruttoria ed un esempio virtuoso sul mercato europeo, anche alla luce del fatto che tale strumento è raramente utilizzato da parte delle altre autorità europee.

Al fine di garantire la massima chiarezza e semplicità nell'utilizzo di tale strumento, lo scrivente studio legale propone di definire un termine massimo per la trasmissione, da parte di codesta Spettabile Commissione, degli eventuali commenti alla bozza di prospetto informativo oggetto di *prefiling*. A tale riguardo, si suggerisce di prevedere un termine non superiore a 10 giorni lavorativi in linea con il termine previsto dal regolamento prospetto per il deposito di informazioni integrative.

Inoltre, qualora l'emittente riscontri in maniera completa e puntuale tutte le richieste ricevute da codesta Spettabile Commissione a seguito del *prefiling*, si auspica che l'emittente possa beneficiare di una tempistica complessiva ridotta, in termini sia di durata massima dell'istruttoria sia di scadenze intermedie della stessa (si veda a tale riguardo quanto suggerito nel precedente paragrafo 2).

Si auspica, infine, che (i) le linee guida sul *prefiling* chiariscano le informazioni minime da includere nel prospetto informativo oggetto di *prefiling*, le quali non dovrebbero includere – per questioni di snellezza del processo di avvicinamento all'approvazione del prospetto informativo - il deposito dell'ultimo bilancio annuale dell'emittente qualora il deposito del prospetto avvenga prima del termine di quattro mesi dalla chiusura dell'esercizio; e (ii) l'istruttoria successiva al *prefiling* non contempli nuove domande di integrazione, fatta eccezione per quelle risultanti da nuovi elementi emersi in una successiva fase della medesima istruttoria.

* * *

Ringraziando sin d'ora per la disponibilità, restiamo a disposizione per un incontro al fine di meglio illustrare le nostre proposte sopra brevemente accennate e, se utile, fornire ogni ulteriore dettaglio rispetto al complesso e articolato processo di attività funzionali alla quotazione e all'offerta e, in particolare, sulle attività di preparazione e controllo che vengono svolte dai consulenti legali, dai revisori legali dei conti e dalle banche e intermediari finanziari, nonché dagli altri operatori coinvolti nel processo.

Nel frattempo, per qualsiasi dettaglio o chiarimento che si rendesse necessario od opportuno con riferimento a quanto sopra, restiamo a disposizione ai seguenti recapiti:

- Avv. Ferigo Foscari: tel.: 02 00688300, e-mail: ffoscari@whitecase.com
- Avv. Maria Cristina Storchi: tel.: 02 00688300, e-mail: maria.cristina.storchi@whitecase.com
- Avv. Piero de Mattia: tel.: 02 00688300, e-mail: piero.demattia@whitecase.com
- Avv. Alessandro Picchi: tel.: 02 00688300, e-mail: apicchi@whitecase.com
- Avv. Fabrizia Faggiano: tel.: 02 00688300, e-mail: fabrizia.faggiano@whitecase.com

WHITE & CASE LLP