

8/2018

Consultazioni

Documento di consultazione Consob - adeguamento della normativa nazionale al regolamento (UE) 2017/1129 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato

Con il documento in oggetto la Consob ha sottoposto a consultazione alcune opzioni in ordine alla determinazione della soglia massima di esenzione dalla pubblicazione del prospetto prevista dal Regolamento UE 2017/1129 (di seguito “Regolamento Prospetto” e/o “Regolamento”).

Il Regolamento Prospetto consente infatti allo Stato membro di esentare le offerte al pubblico dall'obbligo di pubblicazione del prospetto il cui corrispettivo totale nell'Unione sia inferiore a un importo monetario calcolato su un periodo di 12 mesi che non superi 8 milioni di euro (art. 3, par, 2, comma 1, lett. b). Attualmente nel nostro ordinamento la soglia di esenzione è fissata a 5 milioni di euro (art. 34-ter, comma 1, lett. c) Regolamento Emittenti), la soglia massima consentita dalla previgente direttiva.

La Consob, dopo aver brevemente illustrato le scelte effettuate dai principali paesi europei, presenta tre alternative ai fini dell'esercizio dell'opzione sulla soglia.

Crediamo in primo luogo che anche la Consob, al pari di altri regolatori nazionali, dovrebbe indirizzare la propria azione regolatrice verso la semplificazione della disciplina sul prospetto, che rappresenta una barriera di accesso al mercato dei capitali, come sottolineato dalla Commissione europea in sede di *Capital Market Union*; purtroppo la revisione della disciplina ad opera del Regolamento non è andata nella direzione di semplificazione auspicata, nonostante gli iniziali intenti della Commissione europea di ridurre i costi ingiustificati per la redazione del prospetto, soprattutto per le PMI, e di eliminare le divergenti pratiche di approvazione dei prospetti in essere in diversi Stati membri¹.

Così, per esempio, l'iniziale intento di esentare dal prospetto le offerte secondarie di società già quotate in un mercato regolamentato è stato sostituito dall'obbligo di un prospetto semplificato; il prospetto UE della crescita (e le relative ipotizzate semplificazioni) ha riguardato solo i mercati di crescita delle PMI e non anche i mercati regolamentati; le procedure di approvazione del prospetto, come delineate nelle bozze

¹ Si veda European Commission, Consultation document, Review of the Prospectus Directive, 18 February 2015, p. 3 “*There are several potential shortcomings of the prospectus framework today. The process of drawing up a prospectus and getting it approved by the national competent authority is often perceived as expensive, complex and time-consuming, especially for SMEs and companies with reduced market capitalisation. Member States have applied differently the flexibility in the Directive to exempt offers of securities with a total value below EUR 5 000 000: the requirement to produce a prospectus kicks in at different levels across the EU. There are indications that prospectus approval procedures are in practice handled differently between Member States. Prospectuses have become overly long documents, which has brought into question the effectiveness of the Directive from an investor protection perspective.*”

di misure di esecuzione, sembrano lasciare ancora ampi margini di discrezionalità alle Autorità competenti².

Appare pertanto di fondamentale importanza sfruttare le (poche) potenzialità offerte dal Regolamento Prospetto in materia di esenzioni.

Nel ringraziare la Consob per l'avvio della consultazione in oggetto, alleghiamo alla presente le osservazioni di Assonime sulle opzioni proposte, esprimendo apprezzamento per l'intenzione di considerare l'innalzamento della soglia di esenzione e indicando una netta preferenza per l'opzione 1 che prevede che tale soglia sia portata al limite massimo consentito dal Regolamento (8 milioni) per tutte le società, senza la previsione di ulteriori obblighi informativi per le operazioni esentate.

Assonime sottolinea l'importanza di definire in tempi brevi le nuove disposizioni, considerato che il Regolamento Prospetto consentiva l'adozione di una soglia di esenzione fino al limite di 8 milioni di euro a partire dal 21 luglio 2018 e che, in pendenza della scelta, le offerte esentate sarebbero solo quelle sotto l'attuale soglia di 5 milioni di euro.

Con i migliori saluti.

Roma, 6 agosto 2018

² Assonime, Interventi e consultazioni 6/2017.

OSSERVAZIONI

La determinazione della soglia massima di esenzione da prospetto rappresenta una scelta importante per lo Stato membro in quanto può facilitare il *funding* delle società, in particolare delle PMI, in linea con gli obiettivi di *Capital Market Union* e con le raccomandazioni dei principali organismi internazionali ³.

Nel documento di consultazione sono presentate tre alternative ai fini dell'esercizio dell'opzione sulla soglia.

La prima opzione (definita opzione 0) conferma l'attuale soglia dei 5 milioni di euro; tale opzione, secondo la Consob, manterrebbe inalterato il grado di tutela degli investitori ma non sfrutterebbe le potenzialità offerte dal Regolamento Prospetto.

La seconda opzione (opzione 1) innalza la soglia a 8 milioni di euro per tutte le offerte al pubblico, così sfruttando le potenzialità offerte dal Regolamento Prospetto.

La terza opzione (opzione 2) eleva la soglia a 8 milioni di euro per le sole offerte di titoli di capitale delle società quotate in un mercato regolamentato o in un mercato di crescita per le PMI, mantenendo l'attuale soglia di 5 milioni di euro per tutte le altre offerte di società non quotate; secondo la Consob tale opzione avrebbe il pregio di "premiare" gli emittenti già negoziati su una *trading venue* regolata e vigilata dalle Autorità. Tale opzione sarebbe accompagnata dalla codificazione, nel Regolamento Emittenti, dei presidi informativi previsti dalla comunicazione Consob n. DIE/13028158 del 4 aprile 2013 in materia di informazioni da pubblicare in occasione di operazioni di rafforzamento patrimoniale di ammontare complessivo inferiore alla soglia di esenzione da pubblicazione del prospetto; tale comunicazione raccomanda di inserire talune informazioni sulla situazione economico-patrimoniale e finanziaria nelle relazioni illustrative per le assemblee di approvazione delle operazioni e nei comunicati *price*

³ Cfr. OECD, *Opportunities and constraints of market-based financing for SMEs*, OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, September 2015.

sensitive. In alternativa la Consob propone di inserire tali informazioni in un documento informativo autonomo, non sottoposto ad approvazione preventiva della Consob.

La Consob non esprime una preferenza esplicita per una delle opzioni indicate, ma l'analisi di impatto proposta evidenzia i vantaggi collegati ad alzare l'attuale soglia di esenzione (opzioni 1 e 2) rispetto al mantenimento dello *status quo*.

Assonime condivide questa valutazione, ritenendo che una soglia di esenzione più elevata, pur nei limiti consentiti dal Regolamento, consentirebbe di perseguire l'obiettivo prioritario di assicurare una maggiore facilità di accesso al mercato dei capitali da parte delle PMI, riducendo sensibilmente i costi delle operazioni. Secondo le stime riportate dal governo inglese nell'*impact assessment* che ha accompagnato l'esercizio della facoltà di alzare a soglia a 8 milioni di euro, i costi di produzione di un prospetto sono stimabili tra il 7 e il 12% dell'ammontare dell'offerta.

Con riferimento alle due opzioni di innalzamento indicate dalla Consob, l'analisi di impatto proposta sembra indicare un miglior risultato in termini di saldo costi-benefici per l'opzione 2. Secondo la Consob, infatti, a fronte di vantaggi simili delle due opzioni in termini di riduzione dei costi per gli emittenti e di facilitazione dell'accesso al mercato dei capitali per la PMI, l'opzione 1, che prevede l'innalzamento della soglia di esenzione a 8 milioni di euro per le offerte di tutte le società, comporterebbe significativi peggioramenti in termini di tutela degli investitori. Sempre secondo la Consob, la tutela degli investitori resterebbe invece sostanzialmente invariata applicando l'opzione 2, perché le offerte che verrebbero esentate con il nuovo regime (offerte tra i 5 e gli 8 milioni effettuata da società quotate su un mercato regolamentato o su un MTF) sarebbero comunque accompagnate da adeguati flussi informativi agli investitori, in considerazione degli obblighi informativi gravanti su questi emittenti per la loro natura di emittenti quotati, ma soprattutto perché verrebbe loro richiesto di pubblicare alcune informazioni essenziali sull'offerta (attualmente oggetto di una semplice raccomandazione) in un documento informativo, sebbene non sottoposto all'approvazione della Consob.

In realtà gli elementi che la Consob indica per argomentare il mantenimento “pressoché inalterato” del livello di protezione degli investitori nell’opzione 2, sembrano inficiare l’asserita sostanziale equivalenza delle due opzioni sotto il profilo della riduzione dei costi. Se infatti, come assunto dalla Consob, la quantità e la qualità delle informazioni disponibili influenza, in misura sostanzialmente analoga ma con segno opposto, il livello di tutela degli investitori, da un lato, e i costi per gli emittenti, dall’altro, esiste un *trade-off* tra i due elementi che rende difficile poter sostenere che un determinato regime informativo consenta di ridurre sostanzialmente i costi senza avere impatti sulla tutela degli investitori⁴.

Di conseguenza, Assonime ritiene che l’analisi di impatto proposta dalla Consob per l’opzione 2 sopravvaluti i suoi benefici in termini di riduzione dei costi e maggiore accesso al mercato per le PMI, perché:

- gli emittenti non quotati sarebbero comunque esclusi dall’esenzione;
- gli emittenti quotati dovrebbero comunque produrre un documento informativo in luogo del prospetto.

Correttamente valutati i costi e i benefici, il saldo delle due opzioni sarebbe quindi sostanzialmente equivalente in quanto, in una visione che considera tutela degli investitori e costi degli emittenti come funzioni (una diretta e l’altra inversa) del livello informativo, non è possibile individuare un regime informativo superiore ad un altro, perché i due elementi del *trade-off* tenderanno a compensarsi. L’ampliamento dell’esenzione comporta infatti una riduzione delle informazioni sulle offerte esentate e tentare di colmare con questo vuoto con altre informazioni fa venir meno la riduzione di costi connessa all’ampliamento dell’esenzione.

A nostro avviso, l’analisi dell’estensione delle aree di esenzione da un obbligo informativo richiede valutazioni diverse. Innanzitutto, va considerato che in questo ambito un’area di esenzione è già esistente e che quindi l’attuale quadro normativo

⁴ Sul fatto che la protezione degli investitori *retail* non passi necessariamente dall’aumento delle informazioni disponibili, si veda L. Enriques, *EU Prospectus Regulation: some out-of-the-box thinking*, 10 May 2016, disponibile al seguente link: <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2016/05/eu-prospectus-regulation-some-out-box-thinking>.

prevede già che su talune offerte di importo modesto, e quindi generalmente di emittenti di piccole dimensioni e poco conosciuti e i cui titoli hanno una scarsa liquidità, non ci sia alcuna informazione collegata direttamente all'offerta. Gli investitori sono pertanto perfettamente consapevoli che l'adesione a questo tipo di offerte comporta l'accettazione dell'assenza di tutela informativa.

Alzare la soglia di esenzione da 5 a 8 milioni non muterebbe strutturalmente questo quadro, in quanto le offerte esenti continuerebbero ad avere le medesime caratteristiche di fondo, in termini di piccola dimensione dell'offerta e dell'emittente e di scarsa liquidità dei titoli, né altererebbe le tutele informative degli investitori attuali. Considerata l'assoluta arbitrarietà di qualunque soglia a tale riguardo, l'innalzamento della soglia avrebbe il solo effetto di "aggiornare" la nozione di "offerta di importo modesto", riposizionando, in termini marginali, il confine tra offerte esenti e offerte soggette all'obbligo di prospetto. La valutazione d'impatto delle due ipotesi di innalzamento della soglia dovrebbe pertanto considerare sostanzialmente immutato per entrambe il grado di tutela degli investitori, perché la nuova soglia non costituisce un cambiamento significativo del *target* dell'esenzione (condizione che appare confermata dalla scarsa significatività delle operazioni realizzate o attese nell'intervallo tra 5 e 8 milioni). L'elemento decisivo di valutazione resterebbe pertanto quello dei costi per gli emittenti, che sarebbero ovviamente maggiormente ridotti nell'opzione 1, nella quale la soglia di esenzione viene alzata senza l'aggiunta di nuovi oneri informativi.

In tale ottica appare problematica anche l'ipotesi, contenuta nell'opzione 2, di alzare la soglia di esenzione per le offerte delle sole società quotate, che secondo la Consob presentano minori rischi sotto il profilo della tutela dei sottoscrittori in quanto, in ragione della quotazione, soggette alla vigilanza dell'Autorità e caratterizzate da una maggiore liquidità di loro titoli. Si ravvisa infatti in questa motivazione una potenziale contraddizione con la filosofia di fondo dell'esenzione, che non si giustifica per i presunti minori rischi delle operazioni esentate, quanto per la piena consapevolezza degli investitori dell'assenza di determinate tutele per alcune categorie di operazioni. Legare l'esenzione alla presenza di altre tutele rischia invece di compromettere la chiarezza del

“messaggio” per gli investitori, in quanto la presenza di una vigilanza e una relativa maggiore liquidità dei titoli non alterano le condizioni di fondo di queste offerte, che continuano ad essere caratterizzate da un’accentuata rischiosità.

Assonime ritiene quindi che l’opzione 1, con un’estensione a 8 milioni di euro della soglia di esenzione per le offerte di tutte le società e senza l’aggiunta di obblighi informativi ulteriori per le offerte esenti, sia, da un lato, la più efficace a perseguire l’obiettivo di facilitare l’accesso al mercato dei capitali per le PMI, dall’altro, quella che consente con maggior chiarezza agli investitori di percepire e valutare il grado di tutela atteso nell’adesione alle diverse tipologie di offerta.

Questa scelta sarebbe anche coerente con l’obiettivo di salvaguardare la competitività della piazza finanziaria italiana e di facilitare le PMI italiane nell’accesso al mercato dei capitali su scala europea, considerato che in diversi paesi europei (tra cui Francia⁵, e Regno Unito⁶) ci si è già orientati nella direzione del pieno esercizio della facoltà di portare la soglia di esenzione al limite massimo consentito.

L’opzione 1 colmerebbe quel *gap* creato dal meccanismo, opinabile, del Regolamento Prospetto che, lasciando alla determinazione di ogni singolo Stato membro la scelta della soglia massima di esenzione, è andato in contrasto con l’obiettivo di creare convergenza nel mercato dei capitali dell’Unione europea, svantaggiando quindi le PMI che operano in Stati membri che richiedono il prospetto sotto la soglia degli 8 milioni di euro ma che restano tuttavia libere di offrire strumenti finanziari in mercati più

⁵ Cfr. AMF, [Regime d’information applicable sous le nouveau seuil national de prospectus de 8 millions d’euros](#); la Francia ha scelto di prevedere un regime informativo alleggerito per le offerte sotto gli 8 milioni di euro di emittenti non quotati (Si veda il [modello dell’AMF](#)).

⁶ Con la modifica del *Financial Services and Market Act 2000* (cfr. [Regulations 2018/786](#)).

favorevoli, come anche rappresentato dalle istituzioni europee nei lavori preparatori del Regolamento Prospetto⁷.

L'adozione della soglia di 8 milioni di euro nella normativa italiana consentirebbe infatti alle PMI italiane di accedere in condizioni di esenzione dall'obbligo di prospetto a tutti i mercati in cui vige la medesima soglia. L'opzione 1 allineerebbe infatti l'Italia ad altri importanti paesi europei e in caso di offerte *cross-border*, gli emittenti non dovrebbero tenere in considerazione regole e soglie diverse⁸.

Questa scelta appare particolarmente rilevante considerato che il tessuto produttivo del nostro Paese è costituito in prevalenza da PMI⁹ e il listino dei mercati regolamentati italiani è in buona parte composto da queste ultime; l'innalzamento della soglia a 8 milioni di euro rientrerebbe tra le misure di semplificazione degli oneri per queste società per le quali sono state introdotte, negli ultimi anni, diverse misure di favore sia da parte del legislatore europeo, sia nazionale¹⁰. L'eliminazione dei costi del prospetto, che costituiscono spesso un deterrente per le PMI ad effettuare raccolte di capitali, andrebbe nella direzione della semplificazione degli oneri. Come affermato nel documento di consultazione, l'analisi della casistica italiana di offerte al pubblico non consente di esprimere il potenziale impatto di un incremento della soglia di esenzione

⁷ Si veda [Commission Staff working document, Impact Assessment, Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading](#), par. 51. Table 3 "Small companies in Member States imposing the prospectus requirements below EUR 10 000 000 will be disadvantaged in comparison to companies operating in countries not imposing such thresholds, potentially leading to different costs of capital according to the country of domicile. However, those companies would still be free to offer or list securities of this size range in more favourable markets".

⁸ Così, per esempio, il Governo inglese rammenta, nell'[impact assessment](#), che in caso di offerte *cross-border*, poiché il limite di 8 milioni di euro è da calcolare nell'Unione, l'emittente dovrà redigere il prospetto al fine di poter godere del passaporto europeo, qualora l'altro Stato membro non avesse optato per la soglia degli 8 milioni di euro.

⁹ Secondo quanto riportato dall'Osservatorio Mini-bond, che cita quale fonte il Rapporto Cerved 2017, nel 2016 sono state conteggiate in Italia 145.000 PMI, in crescita di 5000 unità rispetto agli anni prima della crisi (cfr. Politecnico di Milano, School of management, *Osservatorio mini-bond, 4° Report italiano sui mini-bond*, febbraio 2018, p. 12).

¹⁰ Si pensi, per esempio, al lancio dei PIR e al credito d'imposta sul 50% dei costi di consulenza sostenuti per la quotazione delle PMI su mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione

perché la stessa esistenza di una soglia “costituisce implicitamente un tetto agli importi delle emissioni”¹¹.

Non è peraltro chiaro dalla consultazione a quali società sia applicabile il regime dell’opzione 2; in particolare non è chiaro se tale regime sia applicabile solo alle società (italiane ed estere) quotate nei mercati regolamentati italiani e nei mercati di crescita italiani oppure se sia applicabile anche a società (italiane ed estere) quotate nei mercati regolamentati o nei mercati di crescita delle PMI degli altri paesi dell’Unione europea che effettuassero un’offerta in Italia

Il documento di consultazione appare riferirsi alle sole PMI italiane¹² che pertanto sarebbero svantaggiate in caso di offerte domestiche rispetto a quelle di altri paesi dove la soglia è stata elevata a 8 milioni di euro (per tutte le società, quotate e non, senza l’introduzione di oneri addizionali, UK) o dove l’innalzamento della soglia senza oneri addizionali ha riguardato le PMI già quotate, riservando un regime informativo *ad hoc* per le sole società non quotate (Francia). Al più quindi, sull’esempio francese, si potrebbe valutare l’opportunità di prevedere un regime informativo minimale per le sole offerte da parte di società non quotate, per le quali non è normalmente disponibile un *set informativo*.

Un altro aspetto positivo collegato all’incremento della soglia all’esenzione, come anche dichiarato nel documento di consultazione, risiede nel fatto che l’incremento può incentivare gli emittenti ad effettuare offerte anche attraverso il collocamento a investitori *retail*, in luogo di *private placement* come ora accade per le offerte al pubblico finalizzate alla quotazione su AIM Italia¹³ e ad effettuare un’offerta pubblica per la quotazione nel mercato regolamentato (per esempio tramite un aumento di capitale) per le sempre più numerose PMI che dall’AIM si trasferiscono sul mercato regolamentato.

¹¹ Si veda par. 4.

¹² P. 14 “L’opzione complessivamente descritta ha il pregio di favorire l’accesso al mercato dei capitali delle PMI italiane”.

¹³ [Nell’*explanatory memorandum*](#) il Governo del Regno Unito stima che l’innalzamento della soglia potrà essere un beneficio soprattutto per le PMI che potranno essere incentivate ad effettuare offerte pubbliche, in luogo di *private placement*, senza sostenere i costi del prospetto e con meno possibilità di diluizione del capitale (p. 2) e che il beneficio netto annuo si aggirerebbe intorno ai 10 milioni di sterline (p.3).

Da ultimo crediamo si debba tenere in considerazione il fatto che ad oggi non è prevedibile se e in che misura il prospetto UE della crescita sarà effettivamente una semplificazione, dal momento che non sono ancora state adottate le misure di livello II e che nei lavori preparatori l'ESMA ha proposto ulteriori aggravii rispetto a quelli previsti dal livello I¹⁴; per tale motivo, in assenza di un quadro compiuto europeo sul prospetto semplificato per le PMI, riteniamo opportuno intanto procedere a un alleggerimento degli oneri in sede domestica, come consentito dal Regolamento prospetto e in armonia con le scelte delle principali piazze finanziarie europee.

¹⁴ Si pensi, per esempio, alla *cover note* da aggiungere al prospetto.