



### NOTA N. 50

#### PROPOSTA DI REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO RELATIVO AL PROSPETTO DA PUBBLICARE PER L'OFFERTA AL PUBBLICO O L'AMMISSIONE ALLA NEGOZIAZIONE DI TITOLI

<b>TITOLO ATTO:</b>	Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di titoli
<b>NUMERO ATTO</b>	<a href="#">COM(2015) 583</a>
<b>NUMERO PROCEDURA</b>	2015/0268 (COD)
<b>AUTORE</b>	Commissione europea
<b>DATA DELL'ATTO</b>	30/11/2015
<b>DATA DI TRASMISSIONE</b>	21/12/2015
<b>SCADENZA OTTO SETTIMANE</b>	16/02/2016
<b>ASSEGNATO IL</b>	29/12/2015
<b>COMM.NE DI MERITO</b>	6 <sup>a</sup>
<b>COMM.NI CONSULTATE</b>	3 <sup>a</sup> , 14 <sup>a</sup>
<b>OGGETTO</b>	<p>Riduzione degli oneri amministrativi per le società che redigono un prospetto<sup>1</sup>, facendo di quest'ultimo uno strumento di informazione ancora più pertinente per i potenziali investitori e armonizzandolo con altre norme di informativa vigenti nel diritto dell'UE.</p> <p>Per raggiungere tale obiettivo la proposta di regolamento in oggetto abroga e sostituisce la vigente <a href="#">direttiva 2003/71/CE</a><sup>2</sup> (cd. "direttiva prospetto")</p> <p>Dell'opera di semplificazione beneficeranno <i>in primis</i> le piccole e medie imprese (PMI)<sup>3</sup>, che fino a r non hanno potuto avvalersi della direttiva 2003/71/CE, non potendo quindi godere dei vantaggi</p>

<sup>1</sup> Si ricorda che i prospetti sono documenti obbligatori per legge, che contengono tutte le informazioni su una determinata società. Sulla base di tali informazioni gli investitori possono decidere se investire nelle diverse tipologie di titoli emessi dalla società medesima.

<sup>2</sup> [Direttiva 2003/71/CE](#) del Parlamento europeo e del Consiglio, del 4 novembre 2003, relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE.

<sup>3</sup> L'art. 2, par. 1, let. f) del COM(2015) 583 fornisce una definizione ampia di piccole e medie imprese, ricomprendendovi:

- 1) società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore ai 43 milioni di euro e fatturato netto annuale non superiore a 50 milioni di euro, oppure
- 2) un'impresa che ha una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200 milioni di euro sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili (definizione contenuta nell'art. 4, par. 1, punto n. 13, della [direttiva 2014/65/UE](#)).

del prospetto armonizzato.

## BASE GIURIDICA

Articolo 114 del Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE), ai sensi del quale "il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria e previa consultazione del Comitato economico e sociale, adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno".

La Commissione europea giustifica la scelta di questa base giuridica sulla base del ruolo cruciale svolto dal regime del prospetto armonizzato per il funzionamento di un mercato interno per la raccolta di capitale e di debito. L'art. 114 del TFUE, del resto, corrisponde all'art. 95 del Trattato che istituisce la Comunità europea, base giuridica della direttiva 2003/71/CE.

## PRINCIPI DI SUSSIDIARIETÀ E PROPORZIONALITÀ

La Commissione europea argomenta il rispetto del principio di sussidiarietà in termini di:

necessità dell'intervento delle istituzioni dell'Unione. In assenza di un quadro armonizzato che assicuri l'uniformità dell'informativa e la sua validità transnazionale le differenze tra le legislazioni degli Stati membri potrebbero creare ostacoli al buon funzionamento del mercato interno dei titoli. Né gli Stati membri, singolarmente, sarebbero in grado di assicurare un'azione omogenea.

valore aggiunto per l'Unione in termini di maggiore tutela degli investitori, eliminando le asimmetrie informative tra investitori ed emittenti, e di migliore integrazione dei mercati dei capitali.

Per quanto concerne il principio di proporzionalità, la proposta appare congrua agli obiettivi che si intende perseguire.

## ANNOTAZIONI:

*Ai sensi dell'art. 6 della legge n. 234/2012, la presente comunicazione è stata **segnalata dal Governo fra gli atti dell'Unione di particolare interesse nazionale.** Non è stata, però, inviata alle Camere la relazione illustrativa prevista dalla medesima legge n. 234/2012.*

La necessità di una revisione della normativa in materia di prospetto era stata preannunciata dalla Commissione europea già dal 2014 nella Comunicazione "Un piano di investimenti per l'Europa ([COM\(2014\) 903](#)). Nell'illustrare il cd. piano Juncker, si erano preannunciate misure destinate a migliorare il contesto globale degli investimenti e ad individuare nuove fonti di finanziamento a lungo termine dell'economia. In quest'ottica veniva citata la revisione della direttiva relativa al prospetto "per alleggerire gli oneri amministrativi che gravano sulle PMI, affinché possano rispettare più agevolmente gli obblighi per la quotazione in borsa".

Maggiori dettagli sono stati forniti nella Comunicazione "Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali" ([COM\(2015\) 468](#) del 30 settembre 2015). L'intervento vi veniva contestualizzato nell'ambito della costruzione dell'Unione dei mercati dei capitali, finalizzata tra l'altro a semplificare l'accesso e la raccolta di capitali da parte delle imprese sui mercati di capitali aperti al pubblico. La modernizzazione della direttiva prospetto avrebbe, in questo contesto, contribuito a "rendere meno oneroso per le imprese raccogliere finanziamenti verso il pubblico,

riesaminare gli ostacoli normativi alla quotazione delle piccole imprese nei mercati degli strumenti di capitale e di debito e sostenere le attività di quotazione delle piccole imprese tramite strutture di consulenza europee".

Il programma di lavoro della Commissione europea per l'anno 2016 ([COM\(2015\) 610](#), del 27 ottobre 2015) ha infine, incluso l'iniziativa legislativa di riesame della direttiva relativa al prospetto come principale iniziativa REFIT<sup>4</sup> in materia di mercato interno (Allegato II).

## 1) CONTESTO NORMATIVO

Attualmente la normativa in materia di pubblicazione del prospetto è contenuta nella [direttiva 2003/71/CE](#).

La direttiva armonizza i requisiti relativi alla redazione, all'approvazione e alla diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico di strumenti finanziari o la loro ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato che ha sede o opera in uno Stato membro (art. 1), consentendo così la comparabilità delle opportunità di investimento in tutta l'Unione.

L'art. 3 stipula l'obbligo di predisposizione e pubblicazione di un prospetto per l'offerta al pubblico di strumenti finanziari. Esso deve contenere tutte le informazioni necessarie "affinché gli investitori possano valutare con cognizione di causa la situazione patrimoniale e finanziaria, i risultati economici e le prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, come pure i diritti connessi agli strumenti finanziari stessi" (art. 5, par. 1). Una nota di sintesi, redatta concisamente e in un linguaggio non tecnico, fornisce ulteriori informazioni chiave (art. 5, par. 2).

Il Capo III (artt. 13-16) disciplina le modalità di approvazione del prospetto ad opera delle Autorità competenti dello Stato membro di origine (art. 13) e la sua pubblicazione (art. 14) in modo che esso sia a disposizione del pubblico.

L'art. 17 stabilisce la validità in tutti gli Stati membri del prospetto approvato dallo Stato membro di origine e comunicato all'ESMA ed alle Autorità competenti degli Stati membri ospitanti.

La Commissione europea riferisce che la revisione del testo normativo si è reso necessario da un lato dagli sviluppi legislativi e dall'evoluzione del mercato; dall'altro dalla circostanza - citata nella Comunicazione COM(2015) 468 - che la produzione di un prospetto rischia di mettere in difficoltà alcuni operatori del mercato. "Produrre un prospetto, che di norma contiene centinaia di pagine, è costoso e impegnativo, in particolare per le PMI". Gli investitori, inoltre, possono avere difficoltà nell'individuare le informazioni cruciali per gli investimenti.

Con la proposta in esame la Commissione europea ipotizza una **revisione della direttiva 2003/71/CE con lo strumento legislativo del regolamento**. La scelta di ricorrere ad una proposta di regolamento è stata giustificata in virtù:

- 1) dell'applicazione eterogenea che la direttiva ha avuto in alcuni Stati membri, come testimoniato dall'apertura di un gran numero di casi EU Pilot<sup>5</sup>. Il fatto che il regolamento sia

---

<sup>4</sup> Il programma di controllo dell'adeguatezza e dell'efficacia della regolamentazione (REFIT sulla base dell'acronimo inglese "Regulatory Fitness and Performance Programme") è stato avviato dalla Commissione europea nel 2012 (Comunicazione "Adeguatezza della regolamentazione dell'Unione europea", [COM\(2012\) 746](#)). In tale documento sono stati messi in luce "i costi dell'inazione, di una legislazione debole e di una sua debole attuazione in taluni settori". Negli auspici della Commissione, dunque, REFIT "servirà a individuare oneri, incoerenze, lacune e misure inefficaci" per mantenere un elevato livello di qualità della legiferazione nell'UE. I risultati della revisione della legislazione in vigore, e l'illustrazione degli intendimenti di semplificazione, sono statitratati in apposite relazioni annuali.

<sup>5</sup> "EU Pilot" è un sistema di comunicazione tra Commissione europea e Stati membri - basato su un sito Internet - attivo dal 2008. Permette la condivisione informale di informazioni per risolvere eventuali infrazioni del diritto dell'Unione senza ricorrere alla procedura formale di contestazione prevista dai Trattati. Qualora la Commissione europea - di propria iniziativa o su segnalazione esterna - ritenga opportuno verificare che il diritto UE sia applicato in maniera corretta, può inviare una richiesta alle autorità nazionali dello Stato interessato attraverso EU Pilot. Lo Stato membro dispone di un periodo di dieci settimane per rispondere e la Commissione, dal canto suo, effettua una valutazione nelle dieci settimane successive. Nel caso in cui la risposta ricevuta non sia considerata soddisfacente, la Commissione ha facoltà di dare inizio alle procedure di infrazione regolate dai Trattati.

- direttamente applicabile in tutte le sue parti senza necessità di recepimento dovrebbe assicurare "un approccio uniforme e una maggiore certezza del diritto" (punto n. 5 delle Premesse);
- 2) della maggiore coerenza ed integrazione del mercato unico che ne deriverebbe, impedendo l'insorgere di ostacoli significativi alle offerte transfrontaliere e alla quotazione sui mercati regolamentati di più paesi;
  - 3) del beneficio che ne trarrebbero investitori ed emittenti che operano a livello transnazionale, i quali non sarebbero più soggetti all'onere di comparare diverse legislazioni al fine di verificarne in dettaglio l'omogeneità;
  - 4) della circostanza che la vigente "direttiva prospetto" prevede già un'armonizzazione massima: gli Stati membri non possono imporre norme più onerose di quelle stabilite al livello UE.

## 2) SINTESI DELLE MISURE PROPOSTE

Il documento in esame rivede la "direttiva prospetto" con l'obiettivo principale di: limitare gli alti costi di redazione del prospetto (che incidono in maniera non proporzionale alle somme raccolte sul mercato), incrementare la protezione degli investitori (l'obiettivo attualmente perseguito dagli emittenti è quello di limitare la responsabilità legale piuttosto che di informare gli investitori), realizzare un quadro normativo più flessibile, maggiormente adatto alle PMI.

L'art. 3 della proposta di regolamento stabilisce che **la pubblicazione del prospetto è necessaria sia per l'offerta al pubblico sia per l'ammissione alla negoziazione di un titolo in un mercato regolamentato situato o operante all'interno dell'UE**. Rimane la possibilità, per gli Stati membri, di esentare, previa notifica alla Commissione europea e all'AESFEM, le offerte al pubblico di titoli effettuate solo presso tale Stato membro e con un corrispettivo totale dell'offerta inferiore a 10 milioni di euro su 12 mesi (par. 2).

Si rinvia all'art. 1 per le articolate esenzioni dall'applicazione del regolamento in termini di titoli (par. 2), offerta al pubblico di titoli (par. 3) e di titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (par. 4). Tra tutte, si ricorda l'art. 1, par. 3, let. d), che esclude dal requisito del prospetto le offerte di titoli per un corrispettivo totale nell'Unione inferiore a 500.000 euro, calcolato su un periodo di dodici mesi. L'articolo 4 specifica che rimane sempre la facoltà, anche in caso di esenzione, di redigere un prospetto su base facoltativa. In questo caso sorgono "tutti i diritti e gli obblighi di un prospetto richiesto obbligatoriamente".

Ai sensi dell'art. 6, il **prospetto** contiene "in forma facilmente analizzabile, succinta e comprensibile" le informazioni necessarie a valutare con cognizione di causa la situazione patrimoniale e finanziaria, i profitti e le perdite e le prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti. Può prendere la forma di un documento unico o di documenti distinti. Esso in ogni caso contiene una **nota di sintesi** (art. 7), parte autonoma del prospetto, con "le informazioni chiave di cui gli investitori necessitano per comprendere la natura e i rischi dell'emittente, del garante e dei titoli". Il formato ed il contenuto ("accurato, corretto, chiaro e non fuorviante", par. 2) sono descritti nell'art. 7.

L'armonizzazione del prospetto e della nota di sintesi dovrebbero, negli auspici della Commissione, garantire una tutela equivalente a tutti gli investitori dell'Unione.

Per i titoli diversi dai titoli di capitale è possibile ricorrere al **prospetto di base** (art. 8), che elenca le informazioni da includere come condizioni definitive dell'offerta, contiene un "modulo delle condizioni definitive" e riporta il sito Internet in cui le condizioni definitive saranno pubblicate. In questo caso la nota di sintesi (art. 8, par. 7) è redatta solo una volta che le condizioni definitive siano state approvate o registrate.

In caso di errore materiale o imprecisione sulle informazioni contenute nel prospetto, o di intervento di ulteriori fattori significativi in grado di influire sulla valutazione dei titoli, si procede all'approvazione e pubblicazione, "senza indebito ritardo", di un **supplemento al prospetto** (art.

22). E' prevista, a beneficio degli investitori, la facoltà di revocare l'accettazione dell'offerta entro due giorni lavorativi dalla pubblicazione di quest'ultimo.

L'art. 16 specifica che nel prospetto debbano essere evidenziati i soli **fattori di rischio** "specifici all'emittente e/o ai titoli rilevanti per prendere una decisione di investimento informata". Si vuole così evitare che il prospetto sia sovraccaricato di informazioni generiche utili solo a proteggere da responsabilità l'emittente e i suoi consulenti.

E' possibile omettere dal prospetto le seguenti informazioni (art. 17):

- 1) il prezzo definitivo o la quantità di titoli, qualora però siano indicati i criteri e/o le condizioni in base alle quali i suddetti elementi sono determinati oppure sia previsto un diritto di recesso;
- 2) informazioni la cui divulgazione sia contraria all'interesse pubblico, possa recare un grave pregiudizio all'emittente (purché non vi sia il rischio di trarre in inganno il pubblico) o non siano tali da influenzare la valutazione della posizione finanziaria e delle prospettive dell'emittente, dell'offerente o degli eventuali garanti. In questo caso è necessaria la previa autorizzazione dell'autorità competente dello Stato membro.

L'art. 18 disciplina l'inclusione delle informazioni mediante riferimento.

Ai sensi dell'art. 19, il prospetto è sottoposto all'**approvazione da parte delle Autorità competenti nello Stato membro di origine** entro un periodo compreso tra i dieci ed i venti giorni lavorativi dalla presentazione del relativo progetto. Solo in seguito può avere luogo la **pubblicazione** (art. 20), in forma elettronica e ad accesso libero, sui siti *web*: dell'emittente, dell'offerente o della persona che chiede l'ammissione alla negoziazione; degli intermediari finanziari che provvedono al collocamento o alla vendita dei titoli; del mercato regolamentato in cui è richiesta l'ammissione alla negoziazione o del gestore multilaterale di negoziazione. I prospetti approvati sono, comunque, altresì disponibili sui siti *web* dell'autorità competente dello Stato membro di origine e dell'ESMA, che cura la pubblicazione completa di tutti i prospetti, supplementi, condizioni definitive e relative traduzioni. L'ESMA dovrà a tal fine predisporre un **meccanismo di stoccaggio**, che mette a disposizione del pubblico gratuitamente l'accesso e le funzioni di ricerca (par. 6).

L'indicazione dell'avvenuta pubblicazione di un prospetto, ed il luogo dove può essere rinvenuto, è elemento fondante anche delle norme in materia di **pubblicità** relativa alle offerte al pubblico di titoli o all'ammissione di titoli alla negoziazione in un mercato regolamentato (articolo 21).

L'art. 9 disciplina il **documento di registrazione universale**. Si tratta di un documento facoltativo, che si può redigere per ogni esercizio finanziario: descrive l'organizzazione, l'attività, la situazione finanziaria, gli utili e le prospettive, la *governance* e l'assetto azionario della società. Costituisce, quindi, una fonte di riferimento sull'emittente ma anche sulla sua situazione finanziaria. Deve essere approvato dall'Autorità competente dello Stato membro di origine. Dopo che un emittente ha ottenuto l'approvazione per tre anni consecutivi ("emittente frequente"), i successivi documenti di registrazione universale possono essere meramente depositati presso l'Autorità competente, senza approvazione preventiva. Dopo l'approvazione da parte dell'Autorità competente, il documento di registrazione universale aggiornato e completo contribuisce alla formazione del Prospetto. Infatti qualora accompagnato dalla nota informativa sui titoli e dalla nota di sintesi, esso costituisce un prospetto (art. 10, par. 2, c. 3). Il punto n. 32 delle Premesse specifica che questa norma è finalizzata ad incoraggiare gli emittenti frequenti a redigere un prospetto composto di documenti distinti, consentendo loro di reagire più rapidamente al mercato oltre che di limitare i costi. L'elaborazione e la pubblicazione del documento di registrazione universale, infatti, permette loro di tenere aggiornate le informazioni, limitando quindi l'impegno per la redazione del prospetto una volta che le condizioni di mercato diventino favorevoli all'offerta o all'ammissione.

Vale la pena richiamare che qualora approvato nei tempi stabiliti dalla direttiva [2004/109/CE](#)<sup>6</sup>, e se contiene le informazioni richieste da tale documento legislativo, il documento di registrazione universale vale come adempimento degli obblighi di informazione periodica previsti dalla direttiva medesima (art. 9, par. 12). La Commissione europea considera particolarmente efficace questo "approccio due in uno", che dovrebbe auspicabilmente evitare la duplicazione dei requisiti, alleviare oneri superflui connessi alle domande multiple senza, peraltro, compromettere le informazioni a disposizione del pubblico e lo svolgimento di funzioni di vigilanza.

Il Capo III (artt. 13-18), nel disciplinare il contenuto e il formato del prospetto, introduce un **regime facoltativo di informativa minima per:**

- 1) **le emissioni secondarie** (art. 14), relativo a offerte al pubblico o ammissioni alla negoziazione di titoli emessi da società e già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato o in un mercato di crescita per le PMI per almeno 18 mesi.

In questo caso il prospetto contiene le informazioni pertinenti necessarie per consentire agli investitori di valutare le prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, "sulla base di un minimo di informazioni finanziarie incluse nel prospetto (...) riguardanti solo l'ultimo esercizio finanziario, i diritti connessi con i titoli, i motivi dell'emissione e il suo impatto sull'emittente". Viene specificato che le informazioni devono essere presentate in forma facilmente analizzabile, succinta e comprensibile, consentendo agli investitori di prendere decisioni di investimento informate.

Il regime facilitato è dovuto al fatto che ai sensi del [regolamento 596/2014](#) del Parlamento europeo e del Consiglio<sup>7</sup>, nonché della citata direttiva 2004/109/CE, gli investitori ricevono un'informativa continua. Ne consegue che la necessità di un prospetto completo è meno acuta per le offerte al pubblico o le ammissioni alle negoziazioni successive. Analogamente, ai sensi della [direttiva 2014/65/UE](#)<sup>8</sup>, i gestori dei mercati di crescita per le PMI sono tenuti a fissare e applicare regole intese a assicurare un'informativa continua e adeguata da parte degli emittenti i cui titoli sono negoziati nelle loro sedi.

Il termine temporale di diciotto mesi è stato pensato dalla Commissione europea proprio per assicurare che sia stato rispettato almeno una volta gli obblighi di informazione che derivano dagli atti legislativi sopra richiamati;

- 2) **le piccole e medie imprese** che non abbiano titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato (art. 15). La *ratio* del regime speciale consiste nel fatto che di norma le piccole e medie imprese hanno bisogno di raccogliere sul mercato somme relativamente più basse: costi eccessivi di elaborazione del prospetto possono costituire un deterrente all'accesso al finanziamento nel mercato dei capitali<sup>9</sup>.

Si ipotizza un regime di informativa minima composto di un documento di registrazione e di una nota informativa sui titoli specifici, eventualmente strutturati in forma standardizzata per le società che offrono azioni o titoli diversi dai titoli di capitale non subordinati, convertibili o scambiabili e che non conferiscano il diritto di sottoscrivere o acquisire altri tipi di titoli e

---

<sup>6</sup> Direttiva 2004/109/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 dicembre 2004 sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato e che modifica la direttiva 2001/34/CE. In particolare, l'art. 4 obbliga l'emittente a pubblicare una relazione finanziaria annuale mentre l'art. 5 impone agli emittenti di azioni o titoli di debito di pubblicare una relazione finanziaria semestrale.

<sup>7</sup> Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativo agli abusi di mercato (regolamento sugli abusi di mercato) e che abroga la direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e le direttive 2003/124/CE, 2003/125/CE e 2004/72/CE della Commissione.

<sup>8</sup> Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

<sup>9</sup> Al tempo stesso la Commissione europea specifica che proprio a causa delle loro dimensioni l'investimento nelle PMI può determinare un rischio superiore rispetto ai grandi emittenti. Per questo risulta necessario adottare un regime di informativa flessibile nella misura compatibile con l'obiettivo di assicurare la pubblicazione delle informazioni necessarie per gli investitori.

non siano collegati a uno strumento derivato (par. 2). Le informazioni da fornire saranno "adeguate alle dimensioni e all'estensione dei dati pre-esistenti per quelle società".

In tema di **offerte ed ammissioni alla negoziazione transfrontaliera**, ai sensi dell'art. 23, l'approvazione del prospetto da parte dello Stato membro di origine esenta da ulteriori approvazioni o procedure amministrative di sorta presso altri Stati membri dell'Unione, purché l'ESMA e l'Autorità competente di ciascuno Stato membro ospitante ne ricevano notifica. La notifica è effettuata, su richiesta dei responsabili della redazione del prospetto, dalle autorità competenti dello Stato membro di origine (art. 24). Si segnala che, ai sensi dell'art. 25, le istanze effettuate al livello transnazionale possono essere redatte "in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale". Solo per la nota di sintesi di cui all'art. 7 le Autorità competenti degli Stati membri ospitanti possono esigere traduzioni nella propria lingua ufficiale (par. 2 e 3). Il punto n. 59 delle Premesse, infatti, sottolinea che "l'obbligo (...) di tradurre l'intero prospetto in tutte le lingue nazionali dei Paesi interessati scoraggia le offerte transfrontaliere e le emissioni multiple".

Il Capo VI (art. 26-28) detta regole specifiche relative agli **emittenti stabiliti in paesi terzi**. Per questi ultimi l'approvazione del prospetto ha luogo da parte dello Stato membro in cui i titoli siano destinati ad essere offerti al pubblico per la prima volta o in cui è stata presentata la prima domanda di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato (artt. 26 e 2, par. 1), let. m)-iii). E' necessaria la designazione di un "rappresentante" dell'emittente del paese terzo, stabilito nello Stato membro di origine, la cui identità deve essere notificata all'autorità competente. Eventuali prospetti redatti conformemente alla legislazione di un Paese terzo sono approvati dalle Autorità competenti dello Stato membro di origine solo se gli obblighi di informazione posti da quella legislazione sono equivalenti a quelli derivanti dalla proposta di regolamento in esame (art. 27). L'art. 28 disciplina la conclusione di eventuali accordi di cooperazione con le autorità di vigilanza dei Paesi terzi in merito a scambio di informazioni e applicazione di obblighi derivanti dall'ordinamento comunitario. Un ruolo di coordinamento e di facilitazione può essere affidato all'ESMA.

In tema di **vigilanza**, gli artt. 29-35 disciplinano il ruolo delle Autorità competenti. Ad ogni Stato membro spetta di designare un'unica autorità amministrativa competente, indipendente da tutti i partecipanti al mercato, responsabile per l'espletamento dei compiti previsti dalla proposta di regolamento in esame. (art. 29). Le Autorità nazionali possono svolgere le loro funzioni direttamente, in collaborazione con altre autorità, sotto la propria responsabilità mediante delega<sup>10</sup> o rivolgendosi alle autorità giudiziarie competenti (art. 30, par. 2). L'art. 30 ne elenca, nella lista non esaustiva contenuta nel par. 1, i poteri di vigilanza e di indagine. Tra questi si ricordano i poteri di sospendere o vietare l'offerta al pubblico, la sua pubblicità o la negoziazione in un mercato regolamentato in caso di violazione delle disposizioni della proposta in esame, nonché il potere di eseguire ispezioni *in loco*, o indagini in siti che non siano residenze private di persone fisiche, al fine di avere accesso a documenti e altri dati in qualunque forma, laddove vi sia il "ragionevole sospetto" di rinvenire documenti o altri dati rilevanti per dimostrare una violazione delle norme in esame.

L'art. 31 pone alle Autorità competenti l'**obbligo di collaborare** tra di loro e con l'ESMA, di scambiare informazioni "senza indebiti ritardi" e di cooperare nelle attività di vigilanza, indagine e contrasto delle violazioni.

Un livello di collaborazione particolarmente stretto è previsto in relazione ai poteri di imporre sanzioni amministrative (art. 37, par. 2).

In tema di provvedimenti cautelari, qualora l'autorità competente dello Stato ospitante accerti che siano state effettuate irregolarità, o che vi sia stata violazione delle norme in via di approvazione, essa informerà la propria omologa dello Stato membro di origine e l'ESMA (art. 35). Se ciò non serve a far venir meno la violazione, potrà adottare in prima persona tutte le misure opportune per tutelare gli investitori,

---

<sup>10</sup> Il comma 2 del par. 2 dell'art. 29 stabilisce, in linea generale, che "qualsiasi delega di compiti a soggetti avviene tramite una decisione specifica che indica i compiti da svolgere e le condizioni alle quali devono essere svolti e include una clausola che obbliga il soggetto in questione ad agire e organizzarsi in maniera da evitare i conflitti di interesse".

informandone la Commissione europea e l'ESMA. Quest'ultima potrà, qualora ne insorga una controversia, prestare assistenza alle Autorità nazionali per trovare un accordo, facendo ricorso alla procedura disciplinata dall'art. 19 del [regolamento \(UE\) n. 1095/2010](#).

L'art. 33 specifica in maniera esplicita che le informazioni oggetto di scambio tra Autorità competenti relative ad aspetti commerciali o operativi sono considerate riservate e "soggette all'obbligo del segreto professionale". Ne è vincolato chiunque vi lavori, o vi abbia lavorato in passato.

Un approccio armonizzato in materia di misure e **sanzioni amministrative** è perseguito dal Capo VIII (artt. 36-41). L'art. 36, par. 1, elenca le norme della proposta in esame la cui violazione dovrebbe determinare, ai sensi del diritto nazionale, l'imposizione di sanzioni amministrative appropriate. Tra esse si ricordano, a titolo esemplificativo, l'obbligo di pubblicare un prospetto (art. 3); la violazione delle norme concernenti il prospetto e il prospetto di base (artt. 6 e 8); l'uso delle lingue (art. 25) e la mancata cooperazione o mancato adempimento in caso di indagine, ispezione o richiesta (art. 30). Il par. 2 elenca il livello minimo di sanzioni comminabili ad opera delle autorità competenti, essendo espressamente prevista la possibilità di "prevedere sanzioni o misure aggiuntive e livelli di sanzioni amministrative più elevati" (par. 3).

Vengono esplicitamente fatti salvi i poteri di vigilanza e di indagine delle autorità competenti ed il diritto degli Stati membri di prevedere ed imporre **sanzioni penali**, tanto che quelle amministrative sopra elencate possono non essere stabilite qualora norme penali regolino già la materia nel diritto nazionale.

L'art. 39, par. 1, incarica le Autorità competenti di mettere in atto "meccanismi efficaci per incoraggiare e consentire la segnalazione (...) di effettive o potenziali violazioni" delle norme in via di approvazione. Agli stati membri è lasciata la facoltà di concedere incentivi finanziari (par. 3).

Al fine di garantire la proporzionalità delle sanzioni, l'art. 37 specifica che "nello stabilire il tipo e il livello di sanzioni e misure amministrative, le autorità competenti tengono conto di tutte le circostanze pertinenti". Tra queste la gravità e la durata della violazione, il grado di responsabilità del soggetto responsabile e la sua capacità finanziaria, le conseguenze sugli interessi degli investitori al dettaglio, le violazioni eventualmente già commesse in passato.

Le decisioni assunte, la cui pubblicazione è regolata dall'art. 40, devono comunque essere adeguatamente motivate e soggette al diritto di impugnazione giurisdizionale (art. 38).

I quattro [Allegati](#) alla proposta contengono schemi per la redazione del prospetto, del documento di registrazione e della nota informativa sui titoli nonché una tavola di concordanza tra le disposizioni della direttiva 2003/71/CE e la proposta di regolamento in esame.

### **3) ATTI DELEGATI**

L'art. 42 conferisce alla Commissione europea il potere di adottare atti delegati per un periodo di tempo indeterminato a decorrere dalla data di entrata in vigore del documento in oggetto.

**Un numero considerevole di norme dell'atto in esame prevede l'intervento di atti delegati per meglio definire i seguenti aspetti della disciplina del prospetto:**

- 1) l'adeguamento del limite monetario che determina l'applicabilità ai titoli diversi dai titoli di capitale della normativa in via di approvazione, tenuto conto degli sviluppi tecnici che si verificano nei mercati finanziari (art. 1, par. 5);
- 2) l'individuazione delle informazioni minime contenute in documenti, da predisporre per alcuni tipi di offerta al pubblico di titoli perché queste ultime non siano soggette alla proposta di regolamento in esame (art. 1, par. 6);
- 3) specificare "alcuni elementi tecnici" delle definizioni contenute nell'art. 2, par. 1, tenendo conto degli "sviluppi tecnici che si sviluppano nei mercati finanziari" (art. 2, par. 2 ). Il par. 1 è estremamente articolato (contiene 22 punti, articolati nelle lettere dell'alfabeto dalla a)



- alla v). Solo un punto è, però, individuato esplicitamente come oggetto di delega (ed introdotto dalla formula "ivi compreso"), ovvero l'adeguamento degli importi monetari applicati nella definizione di "piccole e medie imprese";
- 4) specificare la procedura per il controllo, l'approvazione, il deposito e il riesame del documento di registrazione universale, nonché le condizioni per la sua modifica e le condizioni in cui lo *status* di "emittente frequente" può essere perso (art. 9, par. 14);
  - 5) definire il formato del prospetto, del prospetto di base e delle condizioni definitive, nonché le tabelle che definiscono le informazioni specifiche da includere nel prospetto, evitando le ripetizioni di informazioni quando il prospetto è composto di documenti distinti (art. 13, par. 1);
  - 6) stabilire la tabella che definisce le informazioni minime contenute nel documento di registrazione universale, nonché una tabella apposita per il documento di registrazione universale degli enti creditizi (art. 13, par. 2);
  - 7) individuare le informazioni ridotte da includere nella tabella applicabile nell'ambito dei regimi di informativa minima (artt. 14 e 15, par. 3) nonché formato facoltativo ammissibile per il prospetto strutturato sotto forma di questionario con testo standardizzato per le PMI (art. 15, par. 3);
  - 8) specificare i casi in cui possano essere omesse informazioni dal prospetto (art. 17, par. 5);
  - 9) specificare le procedure per il controllo della completezza, comprensibilità e coerenza e l'approvazione del prospetto (art. 19, par. 10);
  - 10) definire ulteriormente le disposizioni riguardanti la pubblicità (art. 21, par. 6);
  - 11) stabilire criteri generali di equivalenza tra gli obblighi di informazione vigenti in paesi terzi e quelli vigenti invece nell'Unione (art. 27, par. 3).

Dall'elenco sopra riportato si desume **che le deleghe conferite riguardano decisioni ed elementi di non poco momento**, ad esempio in quanto determinano la stessa applicabilità della normativa in via di approvazione (art. 1, par. 5 e 6), forniscono definizioni funzionali all'applicazione (art. 2, par. 2) o costituiscono il fulcro stesso della disciplina in via di adozione, incidendo tra l'altro direttamente su situazioni giuridiche (art. 9, par. 14).

Si ricorda che ai sensi dell'art. 290 del TFUE "un atto legislativo può delegare alla Commissione il potere di adottare atti non legislativi di portata generale che integrano o modificano determinati elementi non essenziali dell'atto legislativo. Gli atti legislativi delimitano esplicitamente gli obiettivi, il contenuto, la portata e la durata della delega di potere. Gli elementi essenziali di un settore sono riservati all'atto legislativo e non possono pertanto essere oggetto di delega di potere".

La delega contenuta nell'art. 42 contiene, quindi, due **elementi di criticità**, tra l'altro in più occasioni rilevati ed evidenziati ad opera delle Commissioni permanenti del Senato della Repubblica in relazione a numerosi altri atti normativi:

- 1) **indeterminatezza temporale**: lo schema di deleghe prive di scadenza temporale, anche se modificabili ricorrendo alle procedure predisposte dall'art. 290, par. 2 del TFUE (opposizione o revoca ad opera del Parlamento europeo o del Consiglio) è ricorrente nelle proposte legislative della Commissione europea. Sin dal 2010 la 14<sup>a</sup> Commissione permanente (Politiche dell'Unione europea) ha rilevato l'incongruenza di questa impostazione con il disposto letterale del TFUE. Si ricorda, ad esempio, la risoluzione [Doc XVIII, n. 66](#), della XVI Legislatura: "il conferimento di una delega senza scadenza temporale o non adeguatamente circostanziata configura un vizio di legittimità dell'atto che, oltre ad essere eccezionale con le modalità previste dai Trattati, costituisce un vulnus alle prerogative dei Parlamenti nazionali. A questi ultimi spetta infatti, nelle materie di competenza concorrente, vigilare sulla migliore allocazione delle competenze tra l'Unione e gli Stati membri mediante il controllo del rispetto dei principi di sussidiarietà e proporzionalità. Una delega che trasferisca a tempo indeterminato alla Commissione il potere di legiferare in settori, per quanto non essenziali, oggetto di competenza concorrente, priva altresì a tempo indeterminato i Parlamenti nazionali di parte delle loro prerogative, non

potendo essi più svolgere alcuna verifica sull'operato della Commissione e alcuna valutazione sull'opportunità di rinnovare i medesimi principi e criteri di delega o di rinnovare la delega stessa"<sup>11</sup>;

- 2) incidenza su elementi essenziali del documento legislativo in via di approvazione (**indeterminatezza della portata**). Il TFUE vieta esplicitamente di incidere, tramite delega legislativa, su elementi essenziali del documento legislativo. Si ricorda in proposito che nel gennaio 2013 l'eccessiva ampiezza della delega è stato uno dei motivi alla base dell'adozione di un parere motivato sulla sussidiarietà da parte della 12<sup>a</sup> Commissione permanente del Senato della Repubblica (si veda la risoluzione di cui al [Doc XVIII, n. 183](#) della XVI Legislatura). Nelle osservazioni formulate dalla 14<sup>a</sup> Commissione permanente si legge che "la previsione di deleghe sugli elementi essenziali (...) configura, all'interno della competenza dell'Unione (...), un eccessivo ed ingiustificato conferimento di potere alla Commissione, tale da configurare un eccesso di disproporzionalità federale rispetto all'autonomia normativa degli Stati membri e ledere le competenze ai sensi dell'articolo 5, paragrafo 3, del Trattato sull'Unione europea (...). In altre parole, appurata la competenza dell'Unione a legiferare (...), appare ingiustificato e lesivo delle competenze degli Stati membri un intervento autonomo della Commissione che non risponde ai criteri di necessità e valore aggiunto".

#### 4) IL RUOLO DELL'AESFEM (ESMA)

Nel sistema predisposto dalla proposta di regolamento in esame, **un ruolo importante viene riservato all'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati** (AESFEM o, nell'acronimo inglese, ESMA).

Si ricorda che l'ESMA è stata istituita dal [regolamento \(UE\) n. 1095/2010](#)<sup>12</sup> e costituisce, assieme all'Autorità bancaria Europea (ABE) ed all'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (EIOPA), il "sistema europeo di vigilanza finanziaria"<sup>13</sup>.

I regolamenti istitutivi delle Autorità europee di vigilanza hanno, tra l'altro, creato due nuove categorie di atti secondari, della cui redazione è stata investita non la Commissione, nonostante essa rimanga la destinataria formale della delega e quindi delle eventuali obiezioni o revoche ad opera del Parlamento europeo e del Consiglio ma le singole autorità. La Commissione dovrà fornire l'approvazione finale ma potendone modificare il contenuto solo previo coordinamento con il proponente, mantenendo un potere sostitutivo solo in caso di sua inazione. Gli atti in questione sono:

- 1) norme tecniche di regolamentazione: atti delegati, adottati ex art. 290 del TFUE "al fine di garantire un'armonizzazione coerente nei settori" di competenza (artt. 10, par. 1, del regolamento (UE) n. 1095/2010). Hanno "carattere tecnico, non implicano decisioni strategiche o scelte politiche e il loro contenuto è limitato dagli atti legislativi su cui si basano" (art. 10, par. 1, c. 2);
- 2) norme tecniche di attuazione, atti di esecuzione ex art. 291 del TFUE, aventi carattere tecnico, il cui scopo è "determinare le condizioni di applicazione" degli atti legislativi di riferimento. A loro volta non implicano decisioni strategiche e scelte politiche (art. 15).

Nella fattispecie concreta, l'ESMA dovrebbe, in seguito all'approvazione del progetto di regolamento in oggetto, essere **titolare di poteri ampi e potenzialmente incisivi**. Potrà, infatti:

- 1) ricevere notifiche e comunicazioni dagli Stati membri e dalle autorità competenti;

---

<sup>11</sup> Per una ricostruzione più dettagliata dei rapporti tra Senato della Repubblica e Commissione europea in merito agli atti delegati, si rinvia alla [Scheda di valutazione n. 49/2013](#), curata nel luglio 2013 dall'Ufficio dei rapporti con le istituzioni dell'Unione europea del Senato della Repubblica.

<sup>12</sup> Regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione.

<sup>13</sup> Per maggiori dettagli, si rinvia a "[Sistema europeo di vigilanza finanziaria \(SEVIF\)](#)", nota sintetica sull'Unione europea pubblicata sul sito del Parlamento europeo. Si segnala che i regolamenti istitutivi del SEVIF sono attualmente in corso di revisione.

- 2) elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione, progetti di norme tecniche di attuazione o orientamenti;
- 3) ricevere relazioni dalle autorità competenti;
- 4) essere destinataria di comunicazioni da parte delle autorità competenti;
- 5) promuovere la convergenza della vigilanza in relazione ai processi di controllo e di approvazione delle autorità competenti;
- 6) organizzare e condurre almeno una revisione *inter pares* delle procedure di controllo e di approvazione delle autorità competenti;
- 7) pubblicare sul proprio sito *web* tutti i prospetti ricevuti dalle autorità competenti, compresi gli eventuali supplementi, le condizioni definitive e le relative traduzioni, nonché informazioni sullo Stato membro o sugli Stati membri ospitanti;
- 8) fornire informative agli Stati membri;
- 9) facilitare e coordinare l'elaborazione degli accordi di cooperazione tra le autorità competenti e le pertinenti autorità di vigilanza dei paesi terzi;
- 10) agevolare e coordinare lo scambio tra le autorità competenti delle informazioni ottenute dalle autorità di vigilanza dei paesi terzi;
- 11) effettuare ispezioni *in loco*;
- 12) operare in coordinamento con le autorità competenti;
- 13) prestare assistenza alle Autorità nazionali per trovare un accordo in caso di controversia;
- 14) ricevere dalle autorità competenti informazioni aggregate concernenti le sanzioni e le misure, amministrative e penali, imposte e pubblicarle sotto forma di una relazione annuale;
- 15) pubblicare ogni anno una relazione contenente statistiche sui prospetti approvati e notificati nell'Unione e un'analisi delle tendenze.

## **5) OSSERVAZIONI DELLA 14<sup>A</sup> COMMISSIONE PERMANENTE DEL SENATO DELLA REPUBBLICA**

Il 25 febbraio 2016 la 14<sup>a</sup> Commissione permanente del Senato (Politiche dell'Unione europea) ha esaminato l'atto in esame fornendo alla Commissione di merito **osservazioni favorevoli sull'individuazione della base giuridica e sul rispetto del principio di sussidiarietà**.

Ha, inoltre, formulato **rilievi** concernenti l'opportunità di:

- 1) contrarre ulteriormente la sintesi del prospetto (art. 7 della proposta di regolamento), riducendola a quattro facciate di formato A4 rispetto alle sei ipotizzate dalla Commissione europea. Questa proposta di modifica viene giustificata in considerazione del fatto che "un'informativa chiara, semplice e completa, e di contenuto ridotto, è la migliore garanzia per i risparmiatori e gli investitori che vogliono effettuare (...) una valutazione personale il più possibile meditata dell'impiego delle proprie disponibilità finanziarie. Del resto, nell'opinione della Commissione, la nota di sintesi "verosimilmente sarà la principale fonte informativa per la scelta dell'investimento";
- 2) prevedere, nell'ambito delle informazioni contenute nel prospetto, una specifica indicazione del grado di rischiosità dei titoli offerti, "evidenziata anche con precisi criteri cromatici, al fine di consentire all'investitore un'immediata percezione dell'entità del rischio che comporta l'investimento".

## **6) ITER DI APPROVAZIONE**

L'iter di approvazione da parte delle istituzioni europee è iniziato.

Al **Parlamento europeo** la proposta di regolamento è stata assegnata alla Commissione "affari economici e monetari" e sono disponibili un [progetto di Rapporto della Commissione](#) (datato 16 marzo 2016) e due fascicoli degli emendamenti, datati 21 aprile 2016 ([fascicolo 1](#) e [fascicolo 2](#)).

Al livello di **Consiglio**, una prima ipotesi di compromesso della Presidenza è stata divulgata il 15 marzo 2015 (documento [7129/16](#) del Consiglio, disponibile in lingua inglese).

Il 21 marzo 2016 è stato divulgato il parere della **Banca centrale europea** (documento [7283/16](#) del Consiglio, disponibile in lingua inglese). Nell'ambito di una valutazione globalmente positiva sul testo della proposta di regolamento, la BCE formula specifiche osservazioni e formula delle ipotesi di emendamento relative a:

- 1) l'uso di *standard* convenuti al livello internazionale per l'identificazione univoca di emittenti, offerenti e garanti. Si fa riferimento esplicito agli standard LEI ed ISIN;
- 2) l'uso, nel meccanismo di stoccaggio gestito dall'ESMA e che raccoglie tutti i prospetti ricevuti dalle autorità competenti, di metadati idonei a presentare le informazioni in modo da consentirne la lettura automatizzata.

Il 1° aprile 2016 è stato, infine, pubblicato il parere del **Comitato economico e sociale** (documento [7476/16](#) del Consiglio, disponibile in lingua inglese). Anche in questo caso la valutazione globale sul testo è positiva e vengono formulate le seguenti osservazioni:

- 1) l'importanza di coinvolgere i portatori di interesse nel processo di produzione della normativa secondaria (atti delegati, atti di esecuzione, ma anche norme tecniche di regolamentazione e di attuazione);
- 2) l'opportunità di impostare il *database* unico dei prospetti nell'Unione europea in maniera il più possibile intuitiva ed *user friendly*;
- 3) la necessità di riformulare l'articolo 46 della proposta di regolamento, anticipando il lasso di tempo entro il quale la Commissione europea sarà chiamata a valutare l'applicazione della proposta in esame. Il Comitato economico e sociale ipotizza una revisione dopo due anni in luogo dei cinque ipotizzati nella proposta della Commissione europea.

Raccomandazioni specifiche vengono formulate anche ai fini dell'emendamento degli Allegati della proposta.

## **7) VALUTAZIONE D'IMPATTO ED ITER PRESSO GLI ALTRI PARLAMENTI NAZIONALI DELL'UNIONE**

I servizi della Commissione europea hanno curato una valutazione d'impatto, disponibile in lingua inglese (documento [SWD\(2015\) 255](#)). Una sintesi è disponibile anche in lingua italiana ([SWD\(2015\) 256](#)).

Uno studio del Parlamento europeo ("[Stima iniziale della valutazione d'impatto della Commissione](#)", febbraio 2016) ha evidenziato alcune criticità di questi documenti, tra le quali si ricordano:

- 1) un approfondimento incompleto dell'impatto di distribuzione territoriale;
- 2) un'esposizione limitata delle opzioni percorribili;
- 3) il mancato approfondimento delle possibili conseguenze sociali.

Al momento della redazione della presente scheda, il COM(2015) 583 era all'esame di 12 Parlamenti nazionali (Parlamento finlandese, Bundesrat tedesco, Oireachtas irlandese, Seimas lituana, Senato e Sejm polacchi, Assembleia da República portoghese, Senato romeno, Consiglio nazionale slovacco, Assembleia nazionale slovena, Parlamento svedese, House of Commons britannica), nessuno dei quali ha sinora segnalato elementi di criticità.

Per maggiori dettagli, si rinvia al sito [IPEX](#)