



CONFINDUSTRIA

Proposta di
comunicazione
CONSOB sui
criteri per il
controllo del
Prospetto

Settembre 2019

Position Paper

Osservazioni alla proposta di comunicazione in materia di criteri per il controllo del prospetto da parte della Consob nell'ambito della disciplina posta dal Regolamento UE n. 1129/2017 e dal Regolamento Delegato UE n. 980/2019 della Commissione

Facciamo riferimento al documento del 19 luglio scorso con il quale la Consob ha posto in consultazione una nuova comunicazione in materia di criteri per il controllo del prospetto, che sostituirebbe quella precedente del 2009 (comunicazione n. DEM/9025420 del 24 marzo 2009).

L'approvazione del prospetto è definita nel Regolamento UE n. 1129/2017 (di seguito "Regolamento Prospetto") come "l'atto positivo al termine del controllo, da parte dell'autorità competente dello Stato membro d'origine, della completezza, della coerenza e della comprensibilità delle informazioni fornite nel prospetto" (art. 2, lett. r). I criteri che le Autorità competenti devono utilizzare per effettuare tali controlli sono indicati nel Regolamento Delegato UE n. 980/2019 (di seguito "Regolamento Delegato") agli articoli 36-38. Lo stesso Regolamento inoltre consente all'Autorità competente di applicare criteri aggiuntivi rispetto a quelli indicati agli articoli 36-38, se necessario per la tutela degli investitori (art. 40), e detta disposizioni su un approccio proporzionato al controllo del prospetto qualora si sia in presenza di informazioni già oggetto di verifica da parte dell'Autorità competente (art. 41).

Nella proposta di comunicazione, la Consob chiarisce che alcune attività sono escluse dal perimetro delle verifiche, in linea di continuità con la comunicazione del 2009.

La Consob conferma, sempre in linea di continuità con quanto previsto nella comunicazione del 2009, che nell'ambito dell'attività istruttoria in materia di prospetto terrà conto del patrimonio informativo di cui è in possesso, in base all'espletamento di altri compiti istituzionali (per esempio in base alle competenze assegnate in tema di Direttiva *Transparency*, Regolamento MAR, Direttiva MiFID II, Direttiva Ucits, Direttiva OPA etc). In particolare, la Consob indica, come esempio di attività istruttoria collegata alle altre funzioni di vigilanza, la verifica che il prospetto riporti provvedimenti sanzionatori adottati dall'Autorità nei confronti dell'emittente e dei suoi esponenti aziendali negli ultimi cinque anni e i provvedimenti di *enforcement* delle informazioni finanziarie adottati nei confronti dell'emittente o del suo gruppo. (par. 4.1)

La Consob inoltre individua alcune situazioni, comunque non esaustive (tra le quali rientrano le IPO), cui applicare criteri aggiuntivi di controllo di cui all'art. 40 del Regolamento Delegato (par. 4.2).

Formuliamo di seguito alcune osservazioni.

In primo luogo, la Consob afferma, nel paragrafo dedicato ai criteri aggiuntivi (par. 4), che nell'ambito dell'attività istruttoria di approvazione del prospetto terrà conto del patrimonio informativo di cui l'Istituto è in possesso in base all'espletamento di altri compiti istituzionali.

Posto che i criteri indicati negli articoli 36-38 fanno esclusivo riferimento alle informazioni contenute nel prospetto, l'utilizzo dell'intero patrimonio informativo in possesso della Consob - quindi anche esterno a quello contenuto nella bozza di prospetto - dovrebbe essere considerato come "criterio" aggiuntivo ai fini del controllo della completezza, coerenza e comprensibilità delle informazioni contenuto nel prospetto. Tale criterio appare, invece, utilizzato dalla Consob in modo generalizzato in tutte le istruttorie del prospetto indipendentemente dalla verifica che vi sia la necessità di una specifica "tutela degli investitori", presupposto per l'applicazione dell'art. 40 del Regolamento Delegato.

In proposito, lo stesso *Final Report* dell'ESMA del 2018 citato dalla Consob chiarisce che i criteri "ordinari" di cui agli articoli 36-38 riguardano solo le informazioni interne al prospetto¹, e che la considerazione anche delle informazioni esterne al prospetto possa avvenire sulla base di una valutazione caso per caso² di specifiche situazioni, come si evince dalla formula del Regolamento Delegato "quando necessario per la tutela dell'investitore".

Pertanto, il ricorso ad informazioni esterne al prospetto, incluse quelle in possesso della Consob in virtù di altre funzioni di vigilanza, dovrebbe essere limitato a specifici casi, in presenza di particolari esigenze di tutela degli investitori.

Peraltro, l'applicazione sistematica dell'utilizzo dell'intero patrimonio informativo della Consob condurrebbe a una disomogeneità nel grado di accuratezza delle informazioni contenute nel prospetto. Ciò è evidente nel caso esemplificato circa la verifica che il prospetto riporti i propri provvedimenti sanzionatori e di enforcement delle informazioni finanziarie, mentre il Regolamento Prospetto richiede di indicare eventuali incriminazioni ufficiali e/o sanzioni da parte di tutte le autorità pubbliche o di regolamentazione. In tal modo, a fronte di una verifica puntuale, che assume quasi un carattere di veridicità, delle sanzioni della Consob, l'inserimento di quelle comminate da altre Autorità, che potrebbero

¹ "NCA are not required to look at information outside the prospectus in connection with their scrutiny or review of a prospectus; they are only required to scrutinize/review the information contained in the prospectus".

² "However, this should not prevent each NCA from looking into information outside the prospectus in specific situations and on a case-by-case basis when it considers that it might be relevant to do so, nor should it stop the NCA from raising comments in relation to information outside the prospectus which would seem relevant for inclusion in the prospectus." Cfr. par. 839 del *Final Report*.

assumere maggiore rilevanza ai fini della tutela degli investitori, non godrebbe di un'analoga verifica, restando sotto l'esclusiva responsabilità dell'emittente.

Occorre inoltre considerare che le aree di competenza delle Autorità che approvano i prospetti è molto eterogenea e che pertanto l'utilizzazione sistematica delle informazioni che provengono da tali aree, come criterio ordinario, porterebbe ad una corrispondente eterogeneità dell'accuratezza dei controlli tra i diversi paesi. Ciò in contraddizione con il principio della cosiddetta passaportazione dei prospetti approvati da uno stato membro negli altri paesi europei, che invece presuppone un'omogeneità dei criteri di controllo.

La Consob fa rilevare che in sede ESMA è stato verificato un operato analogo al proprio, in termini di scambi informativi interni all'Autorità, da parte di altre Autorità che esercitano competenze di vigilanza integrate e che tale operato è in linea con le indicazioni fornite dall'ESMA³. In realtà, dai risultati del *Peer Review Report* dell'ESMA sui processi di approvazione dei prospetti nei paesi membri⁴ risulta che, nella stragrande maggioranza di essi (20 paesi tra cui tutti i principali paesi inclusa l'Italia), il coinvolgimento di altre unità dell'Autorità competente nel processo di verifica del prospetto avviene solo in specifici casi (in particolare in presenza di situazioni finanziarie particolarmente complesse, di informazioni finanziarie pro-forma e di IPO) e sembra finalizzato soprattutto alla possibilità di utilizzare professionalità specifiche (legali e finanziarie) non presenti nell'*Approval Team*, mentre solo in 8 di questi paesi viene citato il coinvolgimento di altre unità per acquisire informazioni.

Le evidenze riportate dal *Peer Review Report* dell'ESMA, confermano, a nostro avviso, che il ricorso a professionalità e informazioni esterne rispetto a quelle nella disponibilità all'*Approval Team* dovrebbe essere limitato ai casi per i quali, in ragione di specifiche esigenze di tutela degli investitori, è giustificato l'utilizzo di criteri aggiuntivi rispetto a quelli previsti dagli articoli 36-38 del Regolamento Delegato. Peraltro, i casi in cui, sempre secondo il *Peer Review*, viene solitamente attivato il ricorso ad altre unità dell'Autorità Competente (situazioni finanziarie particolarmente complesse, informazioni finanziarie pro-forma e IPO) sono tra quelli indicati dalla Consob per l'utilizzo dei criteri aggiuntivi.

Alla luce di quanto sopra, riteniamo opportuno suggerire alla Consob di riconsiderare i criteri definiti nella bozza di comunicazione, valutando l'opportunità di rinviare la loro definizione ad ulteriori lavori di coordinamento in sede ESMA, anche stante la disomogeneità dei

³ Cfr. p. 7 e p. 15.

⁴ https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1055_peer_review_report.pdf

comportamenti delle Autorità competenti emersa dalla *Peer Review* del 2016. Peraltro, la stessa ESMA, nel *Final Report* del 2018, ha considerato la possibilità, successivamente all'entrata in vigore del Regolamento Delegato, di procedere con misure di livello III⁵, in linea con il Regolamento Prospetto che demanda all'Autorità europea il potere di emanare linee guida in relazione ai processi di controllo e approvazione delle Autorità competenti al fine di promuovere la convergenza della vigilanza⁶.

⁵ Cfr. par. 838: “Once the new Level 2 measures are put in place and it has been possible to assess how they function, ESMA will consider whether there is a need for further guidance at Level 3 in relation to the criteria for scrutiny and review. Such guidance might be delivered as guidelines, in response to the specific empowerment in PR Article 20(12), or in the form of other Level 3 measures”.

⁶ Cfr. art. 20.12.