



COMMISSIONE DELLE COMUNITÀ EUROPEE

Bruxelles, 23.9.2009  
SEC(2009) 1222

**DOCUMENTO DI LAVORO DEI SERVIZI DELLA COMMISSIONE**

*che accompagna la*

**Proposta di**

**DIRETTIVA DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO**

**recante modifica della direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e della direttiva 2004/109/CE sull'armonizzazione degli obblighi di trasparenza riguardanti le informazioni sugli emittenti i cui valori mobiliari sono ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato**

**SINTESI DELLA VALUTAZIONE DELL'IMPATTO**

{COM(2009) 491 definitivo}  
{SEC(2009) 1223}

## **1. DEFINIZIONE DEL PROBLEMA**

Vi sono indicazioni di oneri e incertezze giuridiche che accrescono i costi e creano inefficienze, ostacolando in tal modo la raccolta di capitali da parte delle imprese e degli intermediari finanziari nell'UE. Questi problemi possono essere divisi in due gruppi.

### **1.1. Inefficienze dovute all'assenza di chiarezza giuridica**

*1.1.1. Obblighi in caso di collocamento di strumenti finanziari tramite intermediari finanziari (retail cascade):* la mancanza di chiarezza dell'articolo 3, paragrafo 2, della direttiva sul prospetto sembra causare problemi agli emittenti su alcuni mercati dove gli strumenti finanziari sono distribuiti tramite una *retail cascade*.

*1.1.2. Definizioni divergenti di "investitore qualificato" e di "cliente professionale":* il regime previsto dalla direttiva sul prospetto per gli investitori qualificati differisce dal regime previsto per i clienti professionali dalla direttiva MiFID<sup>1</sup>.

*1.1.3. Incertezza giuridica in relazione all'obbligo di pubblicare supplementi al prospetto e in relazione all'esercizio del diritto di revoca:* l'articolo 16 della direttiva sul prospetto da adito ad applicazioni divergenti negli Stati membri, perché il termine per l'esercizio del diritto di revoca non è armonizzato e gli Stati membri hanno fissato termini diversi nella legislazione nazionale di attuazione.

*1.1.4. Mancanza di norme armonizzate sulla responsabilità:* l'articolo 6, paragrafo 2, della direttiva sul prospetto non prevede regimi di responsabilità armonizzati ai sensi della direttiva stessa.

*1.1.5. Funzionamento della nota di sintesi del prospetto:* il considerando 21 potrebbe in realtà ostacolare l'obiettivo principale della direttiva sul prospetto, ossia l'informazione degli investitori. Inoltre, vi sono significative incongruenze nella forma e nel contenuto delle informazioni da inserire nella nota di sintesi per prodotti sostanzialmente analoghi.

### **1.2. Obblighi onerosi imposti alle società che raccolgono capitali sui mercati degli strumenti finanziari e agli intermediari partecipanti**

*1.2.1. Regime divergente per i piani azionari per i dipendenti:* l'esenzione accordata dall'articolo 4, paragrafo 1, lettera e), crea una situazione meno favorevole per i dipendenti di società di paesi terzi non quotate su un mercato regolamentato dell'UE e per i dipendenti di società dell'UE non quotate o i cui strumenti finanziari sono negoziati su mercati dell'UE "regolati dalla borsa" (*exchange-regulated*).

*1.2.2. Sovrapposizione degli obblighi di trasparenza:* nel suo parere del 18 settembre 2008 il gruppo ad alto livello di parti interessate indipendenti sugli oneri amministrativi ha

---

<sup>1</sup> Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio, GU L 145 del 30.4.2004, pag. 1.

consigliato alla Commissione europea di vagliare la possibilità di sopprimere l'articolo 10 della direttiva sul prospetto, perché la direttiva sulla trasparenza<sup>2</sup> ha reso ridondante l'obbligo di informativa a carico degli emittenti di strumenti finanziari quotati, il che genera una duplicazione dello stesso obbligo per gli emittenti.

1.2.3. *Restrizione alla scelta dello Stato membro di origine per gli emittenti di titoli di debito:* l'articolo 2, paragrafo 1, lettera m), punto ii), impone restrizioni alla scelta dello Stato membro di origine per le emissioni di strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale.

1.2.4. *Obblighi di informativa troppo onerosi in alcuni casi*

1.2.4.1. Emissione di diritti: le parti in causa hanno espresso riserve per quanto riguarda l'obbligo di pubblicare un prospetto completo per l'emissione di diritti, in particolare perché il costo dell'elaborazione di un prospetto completo potrebbe non essere giustificato.

1.2.4.2. Piccole società quotate: alcune parti in causa del settore ritengono che gli obblighi di informativa legati alla pubblicazione di un prospetto possano essere troppo onerosi e troppo costosi per le imprese con una ridotta capitalizzazione di borsa. Queste riserve riguardano soprattutto l'esenzione applicabile alle offerte con un corrispettivo totale inferiore a 2,5 milioni di euro, secondo quanto previsto all'articolo 1, paragrafo 2, lettera h), della direttiva sul prospetto.

1.2.4.3. Piccoli enti creditizi: l'esenzione dell'articolo 1, paragrafo 2, lettera j), è stata concepita per il finanziamento di piccoli enti creditizi. Tuttavia i rappresentanti dei piccoli enti creditizi ritengono che nella pratica il limite di 50 milioni di euro di volume di emissione annuo sia troppo basso e che, pertanto, le piccole banche non possano beneficiare pienamente dell'esenzione.

1.2.5. *Obblighi onerosi per i sistemi di garanzia governativa:* nel contesto dell'attuale crisi finanziaria, gli Stati membri hanno deciso di garantire le emissioni di titoli di debito delle banche. A causa della novità di questi sistemi, sono state segnalate incertezze sul regime giuridico applicabile a questo tipo di offerta per quanto riguarda le informazioni da inserire nel prospetto in merito al garante governativo.

1.2.6. *Forma stampata (cartacea) del prospetto:* nel suo parere del 18 settembre 2008, il gruppo ad alto livello di parti interessate indipendenti sugli oneri amministrativi ha consigliato alla Commissione europea di prendere in considerazione la soppressione dell'obbligo, imposto dall'articolo 14, paragrafo 2, a carico della persona che chiede l'ammissione alla negoziazione o dell'intermediario finanziario che colloca o che vende gli strumenti finanziari di fornire gratuitamente una copia cartacea dell'opuscolo su domanda dell'investitore all'offerente. Secondo un gruppo di parti interessate del settore, questo obbligo non avrebbe alcun valore aggiunto, dato che la

---

<sup>2</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. GU L 390 del 31.12.2004, pag. 38. La direttiva sulla trasparenza è entrata in vigore il 20 gennaio 2005 e avrebbe dovuto essere attuata dagli Stati membri entro il 20 gennaio 2007.

fornitura in formato elettronico delle informazioni è sufficiente per una vigilanza efficace.

- 1.2.7. *Traduzione della nota di sintesi del prospetto:* nello stesso parere, il gruppo ad alto livello ha consigliato di prevedere la soppressione dell'obbligo di fornire la traduzione della nota di sintesi nel caso di offerte transfrontaliere conformemente all'articolo 19, paragrafo 3, perché un gruppo di parti in causa ritiene questo obbligo superfluo e sostiene l'armonizzazione del regime linguistico in tutto il mercato interno.

## **2. LO SCENARIO DI BASE, SUSSIDIARIETÀ E PROPORZIONALITÀ**

Se non verranno adottate misure a livello UE, i problemi descritti nella sezione 1 non saranno risolti. La Commissione europea ritiene che le soluzioni proposte rispettino i principi di sussidiarietà e di proporzionalità. Da una parte, tenendo conto del fatto che le offerte di strumenti finanziari potrebbero avere una dimensione transfrontaliera nell'UE, un atto giuridico UE sarà il mezzo più adattato. D'altra parte, tutte le soluzioni proposte mirano a garantire un'informazione effettiva sui prodotti e la tutela degli investitori.

## **3. OBIETTIVI**

Il riesame della direttiva sul prospetto mira i) a migliorare l'efficacia del regime introdotto dalla direttiva stessa, e ii) a ridurre gli oneri che gravano sulle società dell'UE quando raccolgono capitali sui mercati europei degli strumenti finanziari.

## **4. OPZIONI POLITICHE**

Per realizzare gli obiettivi descritti nella sezione precedente, i servizi della Commissione hanno analizzato varie opzioni politiche.

### **4.1. Opzioni politiche per accrescere la chiarezza giuridica e l'efficienza del regime del prospetto**

- 4.1.1. *Opzioni politiche relative ai collocamenti successivi di strumenti finanziari tramite intermediari finanziari (cosiddetta "retail cascade"):* i) nessuna misura a livello UE; ii) chiarimento inteso a specificare che la rivendita successiva di strumenti finanziari agli investitori al dettaglio tramite intermediari finanziari dopo l'emissione iniziale non costituisce un'offerta pubblica dell'emittente iniziale; iii) modifica dell'articolo 3, paragrafo 2, della direttiva sul prospetto, per chiarire che quando un intermediario offre strumenti finanziari al pubblico, egli dovrebbe mettere a disposizione del pubblico un prospetto valido.

- 4.1.2. *Opzioni politica in relazione alle definizioni divergenti di investitore qualificato e di cliente professionale:* i) nessuna misura a livello UE; ii) modifica della direttiva con armonizzazione della definizione di investitore qualificato di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera e), punti i) e ii), della direttiva sul prospetto, e delle definizioni di cliente professionale e di controparte qualificata nella direttiva MiFID; iii) oltre

all'armonizzazione prevista nell'opzione 2, soppressione nella direttiva sul prospetto del sistema dei registri centrali.

4.1.3. *Opzioni politiche relative all'obbligo di pubblicare supplementi al prospetto e all'esercizio del diritto di revoca (articolo 16 della direttiva sul prospetto):* i) nessuna misura a livello UE; ii) armonizzazione dei vari termini per l'esercizio del diritto di revoca; iii) armonizzazione dei vari termini, con la possibilità per l'emittente di accordare un termine più lungo; iv) armonizzazione dei vari termini al regolamento degli strumenti finanziari.

4.1.4. *Opzioni politiche relative alla mancanza di norme armonizzate in materia di responsabilità:* i) nessuna misura a livello UE; ii) armonizzazione delle norme in materia di responsabilità applicabili al prospetto.

4.1.5. *Opzioni relative alla nota di sintesi del prospetto:* i) nessuna misura a livello UE; ii) fornitura agli investitori al dettaglio di informazioni adeguate in una forma facile da analizzare e comprendere per permettere loro di prendere decisioni di investimento con cognizione di causa.

## **4.2. Obblighi sproporzionati o onerosi imposti alle società che raccolgono capitali sui mercati degli strumenti finanziari e agli intermediari partecipanti**

4.2.1. *Opzioni politiche per creare condizioni di parità per quanto riguarda i piani azionari per i dipendenti:* i) nessuna misura a livello UE; ii) modifica della direttiva ed estensione dell'esenzione prevista all'articolo 4, paragrafo 1, lettera e), ai piani azionari per i dipendenti realizzati da società quotate su mercati non regolamentati (emittenti di paesi terzi e dell'UE); iii) modifica della direttiva ed estensione dell'esenzione prevista all'articolo 4, paragrafo 1, lettera e), alle società quotate su mercati non regolamentati e alle società non quotate.

4.2.2. *Opzioni politiche relative alla sovrapposizione degli obblighi di trasparenza (articolo 10 della direttiva sul prospetto):* i) nessuna misura a livello UE; ii) soppressione dell'obbligo previsto dall'articolo 10 della direttiva.

4.2.3. *Opzioni politiche in relazione alle restrizioni alla scelta dello Stato membro di origine per gli emittenti di titoli di debito:* i) nessuna misura a livello UE; ii) permettere la scelta dello Stato membro di origine per le emissioni di strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale inferiori alla soglia di 1 000 EUR.

4.2.4. *Opzioni politiche per facilitare la raccolta di capitali tramite l'emissione di diritti:* i) nessuna misura a livello UE e i membri del CESR concordano un regime informativo semplificato per le emissioni di diritti; ii) esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto per le emissioni di diritti; iii) introduzione di un prospetto "proporzionato" per le emissioni di diritti.

4.2.5. *Opzioni politiche relative alla previsione di obblighi di informativa proporzionati per le piccole società quotate:* i) nessuna misura a livello UE; ii) esenzione dell'obbligo di pubblicazione del prospetto per le piccole società tramite aumento della soglia fissata dall'articolo 1, paragrafo 2, lettera h), della direttiva; iii) introduzione di un prospetto "proporzionato" per le piccole società quotate.

- 4.2.6. *Opzioni politiche relative alla previsione di obblighi di informativa proporzionati per i piccoli enti creditizi:* i) nessuna misura a livello UE; ii) esenzione dell'obbligo di pubblicazione del prospetto per i piccoli enti creditizi tramite l'aumento della soglia fissata all'articolo 1, paragrafo 2, lettera j), della direttiva; iii) introduzione di un prospetto "proporzionato" per i piccoli enti creditizi.
- 4.2.7. *Opzioni politiche relative alla razionalizzazione degli obblighi di pubblicazione del prospetto in caso di garanzia governativa:* i) nessuna misura a livello UE; ii) esenzione degli emittenti di strumenti finanziari garantiti dal governo di uno Stato membro dall'obbligo di fornire nel prospetto informazioni sul garante; iii) esenzione degli emittenti di strumenti finanziari garantiti dal governo di uno Stato membro dall'obbligo di fornire nel prospetto informazioni sul garante e sulla garanzia.
- 4.2.8. *Opzioni politiche relative alla forma stampata (cartacea) del prospetto:* i) nessuna misura a livello UE; ii) abolizione dell'obbligo di fornire il prospetto in forma stampata (cartacea).
- 4.2.9. *Opzioni politiche relative alla traduzione della nota sintetica del prospetto:* i) nessuna misura a livello UE; ii) abolizione dell'obbligo di tradurre la nota sintetica del prospetto.

## **5. VALUTAZIONE E CONFRONTO DELLE OPZIONI**

Le varie opzioni sono state valutate sulla base dei criteri di tutela dell'investitore, di fiducia dei consumatori, di efficacia, di chiarezza e di riduzione dell'onere amministrativo. Tenuto conto delle conclusioni della valutazione dell'impatto, la Commissione europea ritiene appropriato presentare una proposta recante modifica della direttiva sul prospetto per risolvere i problemi che si illustrano di seguito.

- *Retail cascade:* per ragioni di tutela dell'investitore, di fiducia dei consumatori, di riduzione dell'onere amministrativo, di certezza del diritto e di efficacia, è stata scelta l'opzione di modificare l'articolo 3, paragrafo 2, della direttiva sul prospetto per chiarire che gli intermediari non dovrebbero essere obbligati a pubblicare un nuovo prospetto per ogni successiva offerta se hanno la possibilità di utilizzare il prospetto iniziale dell'emittente (a condizione che detto prospetto sia valido ai sensi dell'articolo 9).
- *Definizioni di investitore qualificato e di cliente professionale:* per ragioni di riduzione dell'onere amministrativo, di certezza del diritto e di efficacia, la definizione di investitore qualificato, di cui all'articolo 2, paragrafo 1, lettera e), dovrebbe essere modificata per includere ogni persona considerata cliente professionale conformemente alla direttiva MiFID.
- *Esercizio del diritto di revoca:* per ragioni di tutela dell'investitore, di fiducia dei consumatori, di riduzione dell'onere amministrativo, di certezza del diritto e di efficacia, il termine per l'esercizio del diritto di revoca di cui all'articolo 16, paragrafo 2, della direttiva sul prospetto dovrebbe essere armonizzato in tutti gli Stati membri dell'UE; gli emittenti dovrebbero tuttavia avere la possibilità di prorogare volontariamente il termine.

- *Mancanza di norme armonizzate in materia di responsabilità*: l’armonizzazione delle norme in materia di responsabilità è un obiettivo che supera l’ambito della direttiva sul prospetto. L’opzione prescelta è lo *status quo*.
- *Nota di sintesi del prospetto*: per ragioni di tutela dell’investitore, di fiducia dei consumatori, di certezza del diritto e di efficacia, il contenuto della nota di sintesi del prospetto dovrebbe essere standardizzato conformemente all’approccio adottato dalla Commissione europea nella sua comunicazione sui prodotti di investimento al dettaglio preassemblati.
- *Piani azionari per i dipendenti*: per ragioni di certezza del diritto, di efficacia, di riduzione dell’onere amministrativo, l’esenzione di cui all’articolo 4, paragrafo 1, lettera e), della direttiva sul prospetto per i piani azionari per i dipendenti dovrebbe essere estesa ai dipendenti delle società quotate su mercati diversi dai mercati regolamentati dell’UE e ai dipendenti delle società non quotate.
- *Duplicazione degli obblighi di trasparenza*: per ragioni di tutela dell’investitore, di fiducia dei consumatori, di riduzione dell’onere amministrativo e di efficacia, gli obblighi di informativa di cui all’articolo 10 della direttiva sul prospetto dovrebbero essere aboliti.
- *Scelta dello Stato membro di origine per gli emittenti di strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale*: per ragioni di efficacia e di riduzione dell’onere amministrativo, gli emittenti di strumenti finanziari diversi dai titoli di capitale dovrebbero essere autorizzati a scegliere uno Stato membro di origine indipendentemente dal valore nominale unitario dell’offerta. La soglia di 1 000 EUR di cui all’articolo 2, paragrafo 1, lettera m), della direttiva sul prospetto dovrebbe essere eliminata.
- *Emissione di diritti*: per ragioni di fiducia dei consumatori, di riduzione dell’onere amministrativo, di certezza del diritto e di efficacia, è stata scelta l’opzione di introdurre, per le emissioni di diritti, il principio di un regime informativo ridotto; tale regime dovrebbe essere completato da misure di esecuzione, ossia una modifica del regolamento di applicazione.
- *Piccole società quotate e piccoli enti creditizi*: per ragioni di fiducia dei consumatori, di riduzione dell’onere amministrativo, di certezza del diritto e di efficacia, la raccolta di capitali da parte di piccole società quotate e di piccoli enti creditizi dovrebbe essere soggetta a obblighi “proporzionati” in materia di informativa. L’articolo 5 della direttiva sul prospetto dovrebbe riflettere questo principio e la Commissione europea dovrebbe essere autorizzata a mettere in atto norme di attuazione che specifichino gli obblighi di informativa a tale riguardo.
- *Garanzia governativa*: per ragioni di riduzione dell’onere amministrativo, di certezza del diritto e di efficacia, l’articolo 1, paragrafo 3, della direttiva sul prospetto dovrebbe precisare che gli emittenti di titoli garantiti da uno Stato membro non hanno l’obbligo di includere nell’opuscolo informazioni sul garante pubblico (ma l’opuscolo dovrebbe tuttavia contenere informazioni sulla garanzia stessa).

## 6. IMPATTO DELLE OPZIONI PRESELTE

La valutazione dell'impatto dimostra che le opzioni prescelte avranno effetti positivi per gli investitori, le imprese che raccolgono capitale, gli intermediari finanziari, i dipendenti delle imprese e le piccole e medie imprese. È stato calcolato che l'attuazione delle opzioni prescelte consentirebbe di ridurre l'onere amministrativo per un importo totale pari a circa **302 milioni** di EUR all'anno.

Obbligo	Riduzione dei costi salariali per evento	Spese generali per evento (25% dei costi salariali)	Frequenza	Onere amministrativo per evento	Numero di imprese interessate dalle modifiche	Onere amministrativo totale
Soppressione dell'articolo 10 della direttiva sul prospetto per evitare la duplicazione dell'obbligo di trasparenza	€2,000	€500	1	€2,500	12,000	<b>€30,000,000</b>
Esenzione di tutti i tipi di piani azionari per i dipendenti avviati nell'UE dall'obbligo di pubblicazione del prospetto	€392,000	€98,000	1	€490,000	37	<b>€18,130,000</b>
Riduzione degli obblighi di informativa per le offerte di diritti	€186,400	€46,600	1	€233,000	343	<b>€79,919,000</b>
Riduzione degli obblighi di informativa a carico delle piccole società quotate	€39,200	€9,800	0.5	€24,500	7056	<b>€172,872,000</b>
Esclusione delle informazioni sul garante in caso di sistemi di garanzia governativa	€23,200	€5,800	1	€29,000	28	<b>€812,000</b>
<b>Totale €</b>						<b>€301,733,000</b>

## 7. CONTROLLO E VALUTAZIONE

La Commissione è custode del trattato e, pertanto, procederà alla verifica dell'attuazione negli Stati membri delle modifiche alla direttiva sul prospetto. Il seguito dell'applicazione della misura legislativa potrebbe essere valutato tre anni dopo la sua entrata in vigore in una relazione della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo.