Spett.le
CONSOB
Divisione Informazione Emittenti
Divisione Intermediari
Via G. B. Martini, n. 3
00198, ROMA

Corso Vittorio Emanuele II
284
00186 Roma

Tel +39 06 6842 71
Fax +39 06 6842 7333

Via Manzoni 41-43
20121 Milano

Tel +39 02 2904 91
Fax +39 02 2904 9333

Roma, 8 giugno 2016

Osservazioni relative al documento di consultazione "*Raccomandazione recante linee guida in materia d'inserimento e redazione del paragrafo "avvertenze per l'investitore" dei prospetti di offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari*"

Spettabile Commissione,

Il nostro Studio è grato per l'opportunità di partecipare al processo di pubblica consultazione avviato con la pubblicazione del documento "*Raccomandazione recante linee guida in materia d'inserimento e redazione del paragrafo "avvertenze per l'investitore" dei prospetti di offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari*" del 9 maggio 2016 (il **Documento di Consultazione**).

Pur condividendo i presupposti e gli obiettivi da cui muovono le previsioni dell'emananda raccomandazione, quali quelli indicati nel Documento di Consultazione, si intende qui di seguito evidenziare talune criticità che tali previsioni sembrano sollevare con riferimento alle esigenze e alla pratica degli operatori del mercato con cui lo scrivente Studio è in costante contatto.

In particolare, si sottopongono alla cortese attenzione di codesta spettabile Commissione brevi osservazioni di carattere generale formulate soprattutto in considerazione degli interventi normativi e d'indirizzo adottati a livello comunitario, nonché dalla stessa CONSOB in passato. Le suddette osservazioni sono riportate in modo sintetico, ma restiamo comunque a disposizione per ogni ulteriore dettaglio e/o chiarimento dovesse essere ritenuto necessario o opportuno.

Per ulteriori informazioni o approfondimenti, non esitate a contattare:

Avv. Cristiano Tommasi (cristiano.tommasi@allenovery.com; o, +39 06 6842 7583)

Avv. Emiliano La Sala (emiliano.lasala@allenovery.com; o, +39 02 2904 9740)

Avv. Valentina Barbanti (valentina.barbanti@allenovery.com; o, +39 06 6842 7511)

Distinti saluti,

Allen & Overy – Studio Legale Associato

OSSERVAZIONI

A. Le premesse

Il documento di consultazione in oggetto (il **Documento di Consultazione**) parte dal presupposto che in una pluralità di prospetti approvati da CONSOB, il paragrafo "*Avvertenze per l'investitore*", la cui predisposizione non è prevista a livello normativo, si è rivelato strumento idoneo ad evidenziare aspetti di significativa rischiosità relativi alla situazione finanziaria e gestionale dell'emittente, al settore di attività, agli strumenti finanziari oggetto del prospetto e all'operazione di offerta e/o quotazione. Pertanto, il Documento di Consultazione risponde ad un obiettivo di semplificare e uniformare la redazione di tale paragrafo.

Pur muovendo dall'obiettivo senz'altro condivisibile di semplificare e uniformare le modalità di evidenziazione delle rischiosità relative agli emittenti e ai relativi strumenti finanziari offerti sulla base di prospetti di offerta e/o quotazione, le previsioni contenute nel Documento di Consultazione presentano alcune criticità, quali quelle di seguito evidenziate. In particolare, si riportano di seguito brevi osservazioni di carattere generale formulate soprattutto in considerazione degli interventi normativi e di indirizzo adottati a livello comunitario, nonché dalla stessa CONSOB in passato.

B. Le osservazioni

Finalità

(i) Carattere eventuale delle "Avvertenze per l'investitore"

Il paragrafo "*Avvertenze per l'investitore*" è il risultato di una prassi attuata da CONSOB in recenti istruttorie, pur in assenza di una previsione normativa al riguardo. Infatti, gli schemi di cui al Regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione del 29 aprile 2004 (il **Regolamento 809**) che, come noto, prevedono un *set* minimo di informazioni necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente ed eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi rischi, non contengono alcuna indicazione in merito alla necessità di inserire il paragrafo di cui si tratta.

La stessa Autorità, consapevole dell'assenza di previsioni al riguardo, prevede nel Documento di Consultazione che tale paragrafo "*Avvertenze per l'investitore*" debba considerarsi come un "*paragrafo eventuale*".

Al riguardo, tuttavia, nessuna indicazione è fornita nel Documento di Consultazione in merito ai criteri sottesi alla valutazione circa l'inserimento o meno di tale "*paragrafo eventuale*" e se tale valutazione è rimessa o meno alla scelta discrezionale dell'offerente.

(ii) Contenuti

Con riferimento ai contenuti delle informazioni da fornire nelle suddette "*Avvertenze per l'investitore*", il Documento di Consultazione specifica che non debbano essere riportate informazioni ulteriori rispetto a quelle che l'emittente è tenuto ad indicare nei capitoli del prospetto concernenti i fattori di rischio dell'emittente e/o degli strumenti finanziari.

Tuttavia, nel medesimo Documento di Consultazione, CONSOB specifica che tale paragrafo non deve rappresentare una mera riproduzione selettiva di quanto riportato e descritto nel capitolo del prospetto dedicato alla rappresentazione dei fattori di rischio.

Dal momento che i contenuti del paragrafo "*Avvertenze per l'investitore*" devono già essere

inclusi nel capitolo sui fattori di rischio e questi ultimi devono orientarsi a canoni di chiarezza e immediatezza, non appare chiara la *ratio* per cui il suddetto paragrafo "*Avvertenze per l'investitore*" non possa essere una riproduzione selettiva delle avvertenze già contenute nel capitolo sui fattori di rischio.

In tale prospettiva, è opportuno valutare il significato da darsi all'affermazione secondo cui tale paragrafo "*Avvertenze per l'investitore*" deve essere idoneo a dare evidenza dei più significativi e rilevanti profili di rischiosità dell'emittente o dell'investimento proposto al fine di favorire l'immediata percezione del rischio che verrebbe ad assumere l'investitore.

Al riguardo, si evidenzia che sia il documento "*IOSCO Disclosure Standards for cross border offerings and initial listings by foreign issuers (for equity securities)*"[1] sia la Comunicazione CONSOB n. DEM/7105108 del 29 novembre 2007 forniscono indicazioni circa la redazione del capitolo sui fattori di rischio specificando che questi devono essere elencati in ordine di priorità e per grado decrescente di rischiosità e che devono essere evidenziati i fattori di rischio riguardanti specifici profili.

Non appare chiaro se i principi da ultimo menzionati possano essere utilizzati come criteri su cui basare la selezione dei contenuti da inserire nel paragrafo "*Avvertenze per l'investitore*" o se invece occorre effettuare tale valutazione sulla base di criteri differenti che sarebbe opportuno specificare.

Inoltre, ai sensi della normativa vigente, la nota di sintesi del prospetto (la **Nota di Sintesi**) deve contenere una descrizione sintetica dei fattori di rischio, redatta con linguaggio conciso non tecnico e in modo da fornire le informazioni chiave. Tali modalità di redazione sembrano coincidere con quelle previste dal Documento di Consultazione per la redazione del paragrafo "*Avvertenze per l'investitore*".

Alla luce di quanto sopra e atteso che (i) i rischi devono essere formulati in ordine di criticità decrescente e (ii) la Nota di Sintesi deve sintetizzare tali rischi, le "*Avvertenze per l'investitore*" finirebbero con il coincidere con i primi rischi riportati nella Nota di Sintesi (ossia i più rilevanti, espressi in modo sintetico). Ove così non fosse, occorrerebbe valutare attentamente l'opportunità, sotto il profilo della coerenza delle informazioni fornite, di avere nel prospetto due sezioni inerenti i profili di rischio e aventi la medesima finalità di *disclosure*, ma di contenuto diverso.

Esemplificazioni

Non è ben chiara la portata della lista esemplificativa contenuta nel paragrafo 4 del Documento di Consultazione.

In particolare occorrerebbe chiarire se essa sia una mera ricognizione empirica della più recente prassi, senza quindi avere una valenza indicativa, ovvero se la stessa possa essere considerata come un elenco di quelle che CONSOB ritiene essere le principali avvertenze da riportare nel prospetto.

Al riguardo, le esemplificazioni fornite nel Documento di Consultazione si basano su situazioni specifiche ma tutte caratterizzate da una gravità del rischio tale da avere un impatto significativo sulle prospettive economico/finanziare dell'emittente o sugli strumenti finanziari. Pertanto occorrerebbe chiarire se tale elemento di gravità sia il minimo comun denominatore da prendere in considerazione nella scelta di inserire o meno il paragrafo "*Avvertenze per l'investitore*".

In altri termini, occorre chiarire se, con tali esemplificazioni, l'Autorità abbia voluto rappresentare l'esigenza di inserire il paragrafo *de quo* esclusivamente in presenza di

[1] Il riferimento è al documento IOSCO approvato a Nairobi nel 1998.

situazioni straordinarie di rischiosità tali da compromette la solvibilità o la situazione economica dell'emittente o altri eventi di natura eccezionale.

Si segnala, al riguardo, che la recente prassi si è caratterizzata per l'introduzione di avvertenze che non paiono connotate dai suddetti profili di gravità. Inoltre, esse sono state riportate in più parti del prospetto (quali, a titolo esemplificativo, sulla copertina del prospetto, all'inizio del capitolo sui fattori di rischio, sulla copertina del modello di condizioni definitive), anche congiuntamente all'apposito paragrafo "*Avvertenze per l'investitore*".

Al riguardo, pertanto, non è chiaro se la raccomandazione oggetto del Documento di Consultazione debba intendersi come abrogativa delle summenzionate prassi.

Ulteriori considerazioni

Il Documento di Consultazione solleva, infine, perplessità anche con riferimento alle più recenti esigenze di armonizzazione della regolamentazione previste a livello europeo.

Al riguardo, il legislatore europeo ha in più occasioni, e da ultimo nel Regolamento 301/2016 della commissione europea del 30 novembre 2015 (il **Regolamento 301/2016**)[2], palesato l'obiettivo di conseguire un'armonizzazione della regolamentazione nei mercati finanziari. In particolare, nel considerando (30) della Direttiva Prospetti si rappresenta che "*le disparità riguardanti l'efficienza, le modalità e la durata del controllo dell'informazione fornita in un prospetto non solo rendono più difficile alle imprese la raccolta di capitali o l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato in più di uno Stato membro, ma ostacolano anche l'acquisizione, da parte di investitori stabiliti in un determinato Stato membro, di strumenti finanziari offerti da un emittente stabilito in un altro Stato membro, ovvero ammessi alla negoziazione in un altro Stato membro*". Sulla scorta di tale osservazione il legislatore europeo ritiene opportuno "*eliminare queste disparità armonizzando le normative allo scopo di un adeguato livello di equivalenza nelle misure di tutela richieste in ciascuno Stato membro per assicurare la diffusione di un'informazione adeguata e la più obiettiva possibile nei confronti dei detentori attuali e potenziali di strumenti finanziari*".

La previsione e regolamentazione di un paragrafo aggiuntivo, non previsto dal Regolamento 809, non appare in linea con gli obiettivi di armonizzazione espressi dal legislatore europeo in quanto prevede requisiti informativi non imposti in altri mercati e/o ordinamenti europei.

[2] Si veda al riguardo il considerando (1) del suddetto Regolamento 301/2016 "La direttiva 2003/71/CE ha armonizzato i requisiti da rispettare nella redazione, approvazione e diffusione dei prospetti. Ai fini di un'armonizzazione coerente e in considerazione dell'evoluzione tecnica sui mercati finanziari, è necessario precisare tali requisiti, in particolare per quanto riguarda la procedura di approvazione, la pubblicazione e la diffusione, al di là del prospetto, di informazioni relative all'offerta o all'ammissione alla negoziazione, messaggi pubblicitari compresi."