CONSOB

Comunicazione n. DIN/DCG/DSR/11085708 del 20-10-2011

Oggetto: **Offerte di scambio non assistite da prospetto e dovere degli intermediari di informare i propri clienti**

La fase di crisi finanziaria che, negli ultimi anni, ha interessato taluni emittenti esteri ha determinato un più ampio ricorso a operazioni di ristrutturazione del debito, anche attraverso offerte di scambio (e/o di acquisto e scambio) dei titoli obbligazionari originariamente emessi – e presenti anche nei portafogli della clientela *retail* italiana – con altri strumenti finanziari o con una somma in denaro a titolo di "rimborso" anticipato, seppure parziale rispetto al valore nominale del titolo.

Alcuni emittenti, come consentito dalla normativa comunitaria, hanno preferito non realizzare l'operazione di scambio attraverso un'offerta al pubblico in senso proprio, avvalendosi delle esenzioni previste dalla Direttiva 2003/71/CE (la Direttiva Prospetto), e, quindi, non procedendo alla pubblicazione di un prospetto informativo né nel proprio Paese di origine, né, tantomeno, in Italia.

Le operazioni di scambio sono state, di norma, accompagnate da annunci resi dall'emittente sul proprio sito *internet* e realizzate attraverso documenti non sottoposti alla preventiva approvazione da parte di Autorità di vigilanza, mediante un'informativa fornita ai depositari centralizzati dei relativi titoli.

In alcuni casi, detti annunci contenevano limitazioni fattuali alla possibilità per i portatori *retail* di conferire i propri titoli in cambio dei "nuovi" o del "rimborso parziale" programmato, limitando, a titolo esemplificativo, l'offerta a "investitori qualificati" o a portatori di titoli per un ammontare superiore a 50.000 Euro.

In altre occasioni, gli offerenti, attraverso apposite clausole riportate nei relativi annunci, hanno espressamente escluso gli investitori italiani dalla possibilità di partecipare all'offerta, prevedendo, oltre al divieto di procedere alla distribuzione di documentazione relativa alla proposta di acquisto o di scambio in Italia, anche l'inefficacia di eventuali adesioni provenienti da tali investitori.

Si è, inoltre, osservato che, talora, gli investitori anche italiani hanno visto automaticamente modificati termini e condizioni del proprio prestito obbligazionario per effetto di una decisione assunta dalla maggioranza degli obbligazionisti, ad esito di una procedura di "*consent solicitation*"[1].

La mancata promozione in Italia di offerte pubbliche di scambio promosse da emittenti esteri - dovuta, secondo gli offerenti, all'eccessiva onerosità delle procedure previste dal nostro ordinamento – non è un fenomeno nuovo e la Consob, già a partire dal 2009[2], aveva preso atto di tale circostanza e adottato talune misure interpretative in materia di redazione dei documenti di offerta, per ovviare ad una prassi che comprometteva la parità di trattamento degli investitori italiani rispetto a quelli di altri Paesi europei. Successivamente, sono state introdotte semplificazioni legislative e regolamentari volte a consentire lo svolgimento in Italia di offerte pubbliche di scambio aventi ad oggetto titoli di debito attraverso l'applicazione diretta della normativa di recepimento della Direttiva Prospetto, in luogo della specifica normativa italiana in materia di offerta pubblica di acquisto e scambio.

---

[1] Si tratta di quelle operazioni societarie in cui i titolari di prodotti finanziari sono chiamati ad approvare modifiche dei termini, condizioni o altre clausole dei relativi regolamenti o statuti, mediante concorso ad una deliberazione o altra decisione che abbia il potere di vincolare anche i titolari assenti, astenuti o dissenzienti.

[2] Cfr. la comunicazione DEM/9034174 del 16 aprile 2009.

Inoltre, in occasione delle modifiche al Regolamento Emittenti relative alla disciplina delle Offerte pubbliche di acquisto e di scambio[3], è stato introdotto un ampio regime di esenzioni anche in relazione a numerose fattispecie aventi ad oggetto titoli di debito[4].

Infine, nell'ambito delle consultazioni relative alle suddette modifiche regolamentari, ha formato oggetto di approfondimenti anche l'istituto delle *consent solicitation*: ad esito di tale dibattito, riconsiderando precedenti orientamenti e alla luce dell'analisi comparata, si è ritenuto che tali operazioni siano estranee alla categoria delle offerte pubbliche di acquisto e scambio, delle quali costituisce elemento essenziale l'accettazione della proposta da parte di ogni singolo oblato[5]. Conseguentemente, anche gli obbligazionisti italiani possono ricevere informazioni e partecipare alle suddette deliberazioni senza che l'emittente incorra in alcun obbligo informativo nei loro confronti, ulteriore rispetto a quelli normalmente adempiuti in occasione di tali modifiche.

Con riferimento a tali aspetti, occorre altresì ribadire il consolidato orientamento della Consob[6], secondo il quale, anche in assenza di un prospetto/documento di offerta rivolto agli investitori italiani, "*nella normativa nazionale non vi sono disposizioni che precludano la possibilità per i soggetti residenti in Italia di cedere i propri titoli nel corso di un'offerta che non sia promossa anche in Italia. La mancata predisposizione della documentazione relativa all'offerta pubblica ... comporta infatti esclusivamente che l'offerente non possa svolgere alcuna attività promozionale e/o di carattere informativo in Italia. La mancata accettazione delle adesioni provenienti da soggetti residenti in Italia non trova pertanto alcun fondamento in disposizioni normative o regolamentari italiane*".

Tutto ciò considerato, al fine di evitare che la *scelta* dell'emittente di non predisporre un prospetto/documento di offerta per l'operazione di scambio finisca per tradursi in limitazioni fattuali dei diritti dei portatori dei titoli oggetto dello scambio, risulta opportuno, alla luce delle caratteristiche delle fattispecie sopra riportate, richiamare l'attenzione del pubblico e degli operatori su alcuni principi.

In particolare, tenuto conto che la relazione tra l'emittente/offerente e l'investitore al dettaglio non è di tipo diretto ma transita di norma per un intermediario che – seppure con diverse modalità (e correlate responsabilità), svolge una funzione di filtro nell'interesse del risparmiatore - va considerato che, pur in presenza di un'operazione di scambio per la quale non sia stato pubblicato un prospetto/documento d'offerta o comunque non rivolta a investitori italiani, sussiste, in ogni caso, il dovere dell'intermediario, che svolge per il proprio cliente, specie al dettaglio, il servizio accessorio di "*custodia ed amministrazione titoli*"[7], di *"operare in modo che [i clienti] siano sempre adeguatamente informati*"[8].

---

[3] Cfr. Delibera Consob n. 17731 del 5 aprile 2011.

[4] Cfr. in particolare art. 35-bis commi 3 e 4 del Regolamento n. 11971/99.

[5] Cfr. Documento di esiti della seconda consultazione del 5 aprile 2011, pag. 2.

[6] Cfr. la comunicazione Consob DEM/7085669 del 24 settembre 2007, richiamato nella citata comunicazione Consob DEM/9034174 del 16 aprile 2009.

[7] Cfr. Art. 1, c. 6, let. a), del TUF.

[8] Cfr. art 21, comma 1, lett. b) del TUF.

Deve, infatti, ritenersi che informare il portatore di un titolo oggetto di un'operazione di scambio dell'esistenza dell'iniziativa stessa, delle sue caratteristiche e delle conseguenze che può comportare per l'investimento interessato, rientri fra i doveri dell'intermediario di protezione dell'interesse del cliente e non determini di per sé alcuna ipotesi di *offerta al pubblico*.

E, d'altra parte, trattandosi di necessaria informativa al cliente su un'operazione che riguarda i titoli da esso già detenuti (e non di promozione dell'adesione ad un'offerta) i relativi "esiti" potranno anche essere *diversi* dalla raccolta (o meno) di "ordini" di procedere allo scambio, potendo, ad esempio, il cliente - anche con l'assistenza dell'intermediario che nel suo interesse svolge un servizio accessorio e di investimento - decidere di vendere il titolo sul mercato prima della scadenza dell'operazione di scambio.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas