

Spett. le CONSOB

Divisione Informazione Emittenti

Divisione Intermediari

(invio tramite SIPE- Sistema Integrato

per l'esterno)

**Oggetto: Documento di consultazione Consob - raccomandazione recante linee guida in materia di inserimento e redazione del paragrafo “avvertenza per l’investitore” dei prospetti di offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari**

Con il documento in oggetto la Consob ha sottoposto a consultazione l’ipotesi di adottare una raccomandazione in merito all’inserimento nei prospetti di un apposito paragrafo contenente le “avvertenze per l’investitore”, dove riportare i profili di particolare rischiosità concernenti la situazione finanziaria e gestionale dell’emittente, gli strumenti finanziari oggetto del prospetto ovvero il buon esito della complessiva operazione.

La raccomandazione indica che il paragrafo delle “avvertenze”, non richiesto dalla normativa europea e nazionale, non deve contenere informazioni ulteriori rispetto a quanto già contenuto nel prospetto ma che al contempo non deve rappresentare una mera riproduzione di quanto inserito nel capitolo dedicato ai fattori di rischio.

Nella bozza di raccomandazione viene poi dettata un’esemplificazione delle principali fattispecie, desunte dalla più recente prassi riscontrabile nei prospetti.

**Osservazioni**

In linea generale riteniamo che la protezione dell’investitore, alla quale la raccomandazione sembra volta, non si persegua mediante la moltiplicazione della quantità di informazioni e la complicazione della loro struttura<sup>1</sup>. Ogni replica e selezione delle informazioni già contenute nel prospetto al fine di rappresentazioni più sintetiche, qualora non accompagnata da un’effettiva semplificazione della

---

<sup>1</sup> “Un eccesso di informazioni equivale quasi sempre a una carenza di informazioni (così Consob, *Incontro Annuale con il mercato finanziario, Discorso del Presidente Giuseppe Vegas*, Milano, 9 maggio 2016, cit.).

Su come assicurare protezione agli investitori retail nell’ambito della disciplina sul prospetto si veda, L. Enriques, *EU Prospectus Regulation: some out of the box thinking*, reperibile al seguente indirizzo: <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2016/05/eu-prospectus-regulation-some-out-box-thinking>

Nello stesso senso N. Moloney, *EC securities Regulation*, 2008, p. 119 e ss.. Secondo l’Autore il falso mito della protezione degli investitori *retail* ha impregnato, non solo la disciplina sul prospetto, ma anche quella sulla Mifid e ricorda il parere dell’ESME secondo il quale la lunghezza media dei prospetti eccede le 300 pagine, a detrimento quindi della leggibilità e della comprensibilità degli stessi prospetti.

struttura del prospetto, comporta, da un lato, oneri e responsabilità aggiuntive, che rischiano di enfatizzare il sovradimensionamento e la complessità dei documenti a fini di salvaguardia; dall'altro il rischio che gli investitori sviluppino una *over-reliance* rispetto alle "sintesi", trascurando l'intero contenuto del prospetto.

Sono temi attualmente in discussione nell'ambito della revisione europea della direttiva sul prospetto, dalla quale si auspica possa emergere una disciplina che valorizzi la funzionalità e la proporzionalità dei documenti informativi rispetto alle esigenze dei loro utilizzatori. Assonime ha da tempo suggerito di puntare su una sostanziale semplificazione dei prospetti stessi, sul modello del documento contenente le informazioni chiave (KID) previsto attualmente per i '*Packaged Retail and Insurance based Investment Products*' ('PRIIPs'), e ha evidenziato l'esigenza di evitare il rischio di segmentare il prospetto in sezioni a progressivo grado di complessità e di analiticità, da cui derivano ambiguità informative e sul piano delle responsabilità.

Alla luce di quanto sopra riteniamo che allo stato attuale sia da evitare qualunque intervento generalizzato della Consob in tema di prospetto e più opportuno attendere il completamento della ridefinizione della disciplina europea in materia nell'ambito della *Capital Market Union*. Ad esito di tale processo, le modalità applicative della nuova disciplina potranno essere valutate anche al fine di un'attività di orientamento della Consob, che al momento potrebbe rivelarsi prematura e non coerente con gli indirizzi europei, ancora in corso di definizione.

Quanto al contenuto specifico della proposta di raccomandazione, preliminarmente, si osserva che da documento di consultazione non appare chiaro se la Consob intenda raccomandare:

1. l'inserimento del paragrafo "avvertenze per l'investitore" in tutti i prospetti;
2. l'inserimento del paragrafo "avvertenze per l'investitore" solo in alcune situazioni;
3. di adottare determinate modalità redazionali nei casi in cui l'emittente decidesse volontariamente di inserire il paragrafo "avvertenze per l'investitore".

In assenza di un esplicito chiarimento in merito all'ambito di applicazione della raccomandazione e, in particolare, di una individuazione specifica dei casi in cui la Consob raccomanda la redazione delle "avvertenze", si ritiene che l'effetto sostanziale della raccomandazione sarebbe quello di spingere gli emittenti a inserire comunque il paragrafo "avvertenze per l'investitore" in tutti i prospetti e quindi sostanzialmente analogo a quello di una esplicita raccomandazione in tal senso (ipotesi 1).

Questo effetto, comunque determinatosi, comporterebbe ulteriori aggravii e responsabilità per gli emittenti andando nella direzione opposta a quella intrapresa a livello europeo nell'ambito della *Capital Market Union* anche con riguardo alla disciplina del prospetto, volta a facilitare l'accesso al mercato dei capitali attraverso la riduzione degli obblighi e degli oneri a carico degli emittenti e la semplificazione dei contenuti dei documenti informativi.

Anche qualora la raccomandazione di inserire il paragrafo "avvertenze per gli investitori" fosse limitata a specifiche situazioni (ipotesi 2), per queste si riproporrebbe il disallineamento rispetto alla disciplina europea attuale.

Infine, anche nel caso in cui la Consob chiarisse che l'obiettivo della raccomandazione è solo quello di fornire indicazioni redazionali agli emittenti che volontariamente avessero scelto di inserire il paragrafo "avvertenze per l'investitore" (ipotesi 3), vari contenuti della raccomandazione (ad

esempio le finalità e le esemplificazioni) spingerebbero comunque gli emittenti a interpretarla quantomeno come un'aspettativa di inserimento del paragrafo in alcune situazioni.

In definitiva, anche a prescindere da un chiarimento in merito all'eventuale ambito di applicazione dell'ipotesi di raccomandazione, si ritiene che qualunque standardizzazione *ex-ante* dei contenuti e delle modalità redazionali del paragrafo "avvertenze per l'investitore" indurrebbe di fatto gli emittenti a inserirlo in tutti i prospetti, o comunque in tutti quelli per i quali non sia possibile escludere a priori l'esigenza di "*fornire all'investitore un'informazione sintetica, chiara e di immediata evidenza, idonea a richiamare la sua attenzione sui più significativi e rilevanti profili di rischiosità dell'Emittente o dell'investimento proposto*".

In tal modo, attraverso la sua generalizzata utilizzazione, verrebbe vanificato qualunque effetto segnaletico della presenza di un paragrafo "avvertenze per l'investitore", il cui inserimento può invece essere richiesto dalla Consob caso per caso e valutate le criticità del contesto di riferimento<sup>2</sup>, alla luce del potere dell'Autorità di richiedere, per la tutela degli investitori, che nel prospetto si includano informazioni supplementari, *ex art. 94, comma 5 Tuf*.

Roma, 8 giugno 2016

---

<sup>2</sup> In recenti casi di aumento di capitale di banche, valutate le criticità del contesto di riferimento, la Consob ha infatti raccomandato la consegna sistematica delle avvertenze (così Consob, *Incontro Annuale con il mercato finanziario, Discorso del Presidente Giuseppe Vegas*, Milano, 9 maggio 2016, p. 22).