



CONSOB
COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

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.

9 MAGGIO 2016

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro il 08 giugno 2016 *on-line* per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno](#) oppure al seguente indirizzo:

CONSOB

Divisione Informazione Emittenti

Divisione Intermediari

Via G. B. Martini, n. 3

00198 - ROMA

I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.

Premessa

Con il presente Documento si sottopone alla consultazione del mercato un'eventuale 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 (*cf.* allegato 1).

La vigente Direttiva Europea sul Prospetto non prevede una sezione relativa alle Avvertenze per l'investitore. Esse non sono previste dal Testo Unico della Finanza né dal Regolamento Emittenti della Consob.

Peraltro, in una pluralità di prospetti approvati dalla Consob, il paragrafo “Avvertenze per l’Investitore” 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/quotazione; è necessario precisare che, ai sensi della vigente disciplina, detto paragrafo, che non costituisce parte del Prospetto, non può in alcun modo sostituire o integrare il prospetto.

In tale ottica è emersa la possibilità di fornire talune linee guida agli operatori del mercato in merito alla redazione della eventuale sezione in discorso, al fine di informare in modo efficace i potenziali investitori in merito alle peculiari e pervasive rischiosità dell’operazione proposta, per il tramite di informazioni chiare e sintetiche.

Obiettivo della Raccomandazione, pertanto, è assicurare che l’eventuale paragrafo “Avvertenze per l’Investitore” consenta di dar effettivamente risalto, in via immediata e chiara, ai peculiari e rilevanti profili di criticità dell’Emittente e dell’investimento proposto nonché della complessità del prodotto oggetto di offerta e che le informazioni riportate in tale paragrafo iniziale non sostituiscano quanto riportato, in conformità ai vigenti schemi regolamentari, nei prospetti di offerta/ammissione alle negoziazioni.

La presente iniziativa risponde ad un obiettivo di semplificazione e di uniformizzazione nella redazione dell’eventuale paragrafo “Avvertenze per l’Investitore” affinché lo stesso risulti conforme all’obiettivo di fornire un’informazione chiara, sintetica e di agevole comprensione su situazioni particolarmente critiche che possono caratterizzare l’Emittente ovvero l’operazione di offerta/ammissione alle negoziazioni o lo strumento finanziario oggetto di quest’ultima.

È quindi opportuno conoscere le opinioni degli emittenti e degli investitori in merito all’utilità della presente iniziativa e ai contenuti della stessa.

* * *

La Raccomandazione affronta le seguenti tematiche fondamentali:

- le finalità del paragrafo “Avvertenze per gli Investitori”;
- i criteri di presentazione dei contenuti;
- le principali esemplificazioni;
- l’ambito di applicazione della stessa.

La Raccomandazione pone in adeguato rilievo che quanto rappresentato nella stessa lascia ferma e impregiudicata l’applicazione del complessivo quadro normativo vigente in materia di prospetti,

con particolare riguardo alle informazioni richieste dai pertinenti schemi regolamentari, al regime di responsabilità derivante dal prospetto, alla disciplina in materia di pubblicazione nonché ai poteri della Consob in materia di approvazione dei prospetti¹.

Nella sezione “Premessa” della Raccomandazione e nel paragrafo “Finalità”, è stato posto in evidenza che il paragrafo “Avvertenze per l’Investitore” è dedicato alla rappresentazione di 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 di offerta al pubblico/ammissione alle negoziazioni.

Si è inoltre posto in rilievo che il paragrafo in oggetto non riporta informazioni ulteriori rispetto a quelle che l’Emittente è tenuto ad indicare nei pertinenti capitoli del Prospetto concernenti i fattori di rischio dell’Emittente e/o degli strumenti finanziari, ma è volto a dare risalto in via immediata e chiara - ed in coerenza con detti fattori di rischio - a quei peculiari e rilevanti profili di criticità dell’Emittente e/o dell’investimento proposto al fine di favorire l’immediata percezione del rischio che verrebbe ad assumere l’investitore.

In tale prospettiva, il paragrafo “Avvertenze per l’Investitore” non deve rappresentare una mera riproduzione selettiva di quanto riportato e descritto nel capitolo del Prospetto dedicato alla rappresentazione dei Fattori di Rischio, ma deve dare specifica contezza delle rischiosità proprie dell’Emittente che possano influire in modo pervasivo sulla sua situazione finanziaria e gestionale, e pertanto sulla sua continuità aziendale, ovvero che possano avere un impatto diretto sulla recuperabilità dell’investimento proposto o, ancora, delle rischiosità del prodotto oggetto di offerta/ammissione alle negoziazioni.

È, inoltre, riportata un’esemplificazione delle principali fattispecie in presenza delle quali si ritiene vada fornita una immediata, chiara e pronta evidenza delle relative rischiosità all’interno del paragrafo “Avvertenze per l’Investitore”, desunte dalla più recente prassi riscontrabile nei prospetti di offerta e/o quotazione approvati dalla Consob.

Tali esemplificazioni non costituiscono un elenco esaustivo di tutte le possibili casistiche che possono trovare evidenza nel paragrafo in quanto, di volta in volta, potranno essere necessari gli opportuni adattamenti ovvero integrazioni, in ragione degli specifici profili di rischio che possono caratterizzare l’Emittente, l’operazione ovvero lo strumento (anche in considerazione delle diverse finalità perseguita nella *disclosure* relativa all’offerta/quotazione delle varie tipologie di strumenti finanziari e degli schemi comunitari di riferimento).

* * *

¹ Tale indicazione è evidenziata quale conclusione nel testo della Comunicazione.

Successivamente alla chiusura della consultazione, e in linea con la prassi seguita dalla Consob in materia di consultazione pubblica, si provvederà alla pubblicazione nel sito *Internet* dell'Istituto di un documento che tenga conto degli esiti della consultazione stessa.

Allegato 1

Proposta di Raccomandazione DIE-DIN del xxx

OGGETTO: 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.

1. Premessa.

Un numero rilevante di prospetti approvati negli ultimi anni dalla Consob è stato caratterizzato dall’inserimento di un paragrafo iniziale denominato “Avvertenze per l’Investitore” nel quale sono rappresentati 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 di offerta al pubblico/ammissione alle negoziazioni.

La vigente Direttiva Europea sul Prospetto non prevede una sezione relativa alle Avvertenze per l’investitore. Esse non sono previste dal Testo Unico della Finanza né dal Regolamento Emittenti della Consob.

Detto paragrafo non riporta informazioni ulteriori rispetto a quelle che l’Emittente è tenuto ad indicare nei pertinenti capitoli del Prospetto concernenti i fattori di rischio dell’Emittente e/o degli strumenti finanziari, ma è volto a dare risalto, in via immediata e chiara ed in coerenza con detti fattori di rischio, a quei peculiari e rilevanti profili di criticità dell’Emittente e/o dell’investimento proposto, al fine di favorire l’immediata percezione del rischio che verrebbe ad assumere l’investitore.

Lo stesso paragrafo, pertanto, non integra né sostituisce il prospetto, unico strumento che, come in particolare stabilisce l’art. 94, comma 2, del D. Lgs. 58/98 “[...] *contiene tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell’emittente e dei prodotti finanziari offerti sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell’Emittente nonché sui prodotti e sui relativi diritti*”⁽²⁾.

Ciò premesso, con l’obiettivo di realizzare una semplificazione dell’informativa riportata in tale paragrafo, con la presente Raccomandazione si intendono fornire delle linee guida in ordine:

- (i) alle finalità sottese all’inserimento del paragrafo “Avvertenze per l’Investitore” ed al relativo ambito di applicazione;
- (ii) ai criteri di presentazione dei contenuti di tale paragrafo.

² Allo stato attuale il quadro normativo in materia di prospetti è costituito, con riguardo alla disciplina di fonte europea, dalle norme contenute nella Direttiva 2003/71/CE, dal Regolamento 809/ 2004/CE, dal Regolamento delegato (UE) 2016/301 della Commissione del 30.11.2015 e dalle successive modifiche e integrazioni di tali atti nonché, con specifico riguardo all’ordinamento italiano, dalle norme dettate dal D. Lgs. 58/1998 (“Testo Unico della Finanza”) e dal Regolamento Consob n. 11971/1999 in materia di emittenti (“Regolamento Emittenti”).

Sono altresì fornite alcune esemplificazioni, alla luce dell'esperienza maturata in materia, che possono risultare di utilità nella selezione dei rischi da inserire nel paragrafo "Avvertenze per l'Investitore".

2. Finalità.

Come già evidenziato, il paragrafo "Avvertenze per l'Investitore" non può integrare o sostituire il prospetto, ma ha l'obiettivo 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 rischio dell'Emittente o dell'investimento proposto.

In tale prospettiva, il paragrafo "Avvertenze per l'Investitore" non deve rappresentare una mera riproduzione selettiva di quanto riportato e descritto nel capitolo del Prospetto dedicato alla rappresentazione dei Fattori di Rischio, ma deve dare specifica contezza delle rischiosità proprie dell'Emittente che possano influire in modo pervasivo sulla sua situazione finanziaria e gestionale, e pertanto sulla sua continuità aziendale, ovvero che possano avere un impatto diretto sulla recuperabilità dell'investimento proposto o, ancora, delle rischiosità proprie del prodotto oggetto di offerta/ammissione alle negoziazioni; pertanto, non può essere identificata una formulazione predefinita del suddetto paragrafo.

3. Criteri di presentazione dei contenuti.

Come anticipato, la logica di impostazione e di esposizione delle rischiosità nell'ambito del paragrafo "Avvertenze per l'Investitore" poggia sul presupposto che il paragrafo deve costituire uno strumento atto a dare risalto, in via immediata, chiara e pronta, ai più significativi e rilevanti profili di criticità dell'Emittente e dell'investimento proposto che possono avere impatto diretto sulla recuperabilità dello stesso, al fine di favorire l'immediata percezione del rischio che verrebbe ad assumere l'investitore.

Per favorire la lettura e la comprensibilità per l'investitore si ritiene che, nell'elaborazione del paragrafo "Avvertenze per l'Investitore", i soggetti interessati debbano:

- 1) riportare le rischiosità a cui dare rilievo in modo sintetico rispetto a quanto indicato nel Prospetto e nel Capitolo dei Fattori di rischio e in coerenza con quanto riportato negli stessi;
- 2) fare espresso e puntuale rinvio, per le determinanti della situazione di rischio nonché per le informazioni di maggior dettaglio, al Capitolo dei "Fattori di Rischio";
- 3) utilizzare un linguaggio non tecnico, chiaro, conciso e agevolmente comprensibile;
- 4) evitare duplicazioni informative tra i diversi argomenti oggetto di avvertenza;
- 5) adottare una forma discorsiva, evitando l'inserimento di tabelle e l'utilizzo di acronimi;
- 6) limitare l'estensione del paragrafo.

Il rispetto di tali criteri risulta funzionale ad assicurare che il paragrafo "Avvertenze per l'Investitore" contenga un'informazione compiuta, ancorché sintetica, dell'investimento offerto e tale da consentire una lettura autonoma del paragrafo in discorso, ferma restando la necessità di una lettura dell'intero prospetto per poter pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'Emittente nonché sui prodotti e relativi diritti.

Per quanto attiene al formato grafico, detto paragrafo debba:

- a) essere esposto nella prima pagina del fascicolo³ del prospetto unico ovvero nella prima pagina del fascicolo del Documento di Registrazione e della Nota Informativa, in caso di prospetto tripartito, da pubblicarsi separatamente;
- b) riportare la denominazione “Avvertenze per l’Investitore” con notevole evidenza grafica;
- c) ricomprendere il paragrafo in un riquadro analogo a quello utilizzato nel capitolo dei “Fattori di Rischio”;
- d) utilizzare una dimensione del carattere sufficiente a garantire un’agevole lettura. Qualora vengano usati colori o loghi caratteristici della società, essi non devono compromettere la comprensibilità delle informazioni nei casi in cui il documento contenente le informazioni relative all’offerta venga stampato o fotocopiato in bianco e nero.

4. Esempificazioni

Di seguito è riportata un’esemplificazione delle principali fattispecie in presenza delle quali si ritiene vada fornita una immediata, chiara e pronta evidenza delle relative rischiosità all’interno del paragrafo “Avvertenze per l’Investitore”, desunte dalla più recente prassi riscontrabile nei prospetti di offerta e/o quotazione approvati dalla Consob.

Tali esemplificazioni non costituiscono un elenco esaustivo di tutte le possibili casistiche che possono trovare evidenza nel paragrafo in quanto, di volta in volta, potranno essere necessari gli opportuni adattamenti ovvero integrazioni, in ragione degli specifici profili di rischio che possono caratterizzare l’Emittente, l’operazione ovvero lo strumento (anche in considerazione delle diverse finalità perseguita nella *disclosure* relativa all’offerta/quotazione delle varie tipologie di strumenti finanziari e degli schemi comunitari di riferimento).

In dettaglio, il paragrafo “Avvertenze per l’Investitore” dovrà dar conto:

- 1) dell’**obiettivo dell’operazione di offerta / quotazione** nell’ipotesi in cui l’esigenza di patrimonializzazione emerga a fronte di situazioni particolarmente critiche, come nell’ambito di un’operazione di risanamento aziendale, evidenziando gli impatti sulla situazione finanziaria e gestionale dell’Emittente derivanti dal mancato esito, integrale o parziale, della stessa;
- 2) delle **condizioni dell’Emittente** che possano influire in modo pervasivo sulla situazione finanziaria e gestionale dello stesso, tali da mettere in dubbio la continuità aziendale, quali, a titolo di esempio:
 - andamento economico negativo, di carattere strutturale e non momentaneo (anche in considerazione di un *trend* discendente nel periodo di riferimento) tale da incidere sulla stessa continuità aziendale. La suddetta situazione è generalmente attestata dalla società di revisione con il rilascio di una relazione contenente richiami di informativa o un giudizio negativo o una dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio;
 - inadeguatezza patrimoniale (es. fondi propri delle banche e relativi coefficienti patrimoniali al di sotto del minimo regolamentare, riduzione del capitale sociale a copertura della perdita ai sensi dell’art. 2446 c.c., riduzione del capitale sociale al di sotto del minimo legale ai sensi dell’art. 2447 c.c.);
 - per gli emittenti bancari, elevata rischiosità degli indicatori di qualità del credito, anche in rapporto ai dati medi espressi dal sistema di riferimento;

³ Per prima pagina del fascicolo del prospetto deve intendersi la pagina immediatamente successiva alla copertina del prospetto.

- grave squilibrio finanziario (rischio di liquidità, dichiarazione di capitale circolante negativo, squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto);
 - aumento di capitale in connessione ad operazioni straordinarie caratterizzate da profili di rilevante criticità quali ad esempio un impatto negativo sulla continuità aziendale;
 - sottoposizione a procedure concorsuali (es. concordato preventivo);
 - rilevanti modifiche al quadro normativo regolamentare, di carattere attuale ed imminente che possano impattare in modo significativo sulla situazione specifica dell'Emittente;
 - con riguardo agli strumenti non rappresentativi di capitale, il rischio relativo al livello del *credit spread* dell'Emittente laddove detto indicatore risulti segnaletico di un significativo rischio di credito dell'Emittente;
- 3) dei **provvedimenti assunti dalle Autorità** competenti in grado di incidere in modo significativamente negativo sull'andamento gestionale (ad esempio esiti degli accertamenti ispettivi o di vigilanza delle Autorità competenti che possono richiedere l'adozione di specifiche misure, quali, a titolo esemplificativo, misure di patrimonializzazione, restrizione al pagamento dei dividendi, interventi di ristrutturazione, ivi incluse operazioni di aggregazione, interventi di gestione del rischio di liquidità e di *funding*, ovvero altri rilevanti provvedimenti giurisdizionali o sanzionatori);
- 4) delle **caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto dell'operazione di offerta / quotazione** che possano incidere sulla recuperabilità dell'investimento proposto (quali, a titolo di esempio, illiquidità degli strumenti finanziari non trattati in una sede di negoziazione multilaterale, definizione del prezzo di emissione delle azioni di emittenti non quotati che presenta una elevata divergenza risultante dal confronto tra i multipli dell'emittente e quelli di società comparabili, complessità degli strumenti finanziari, ammissibilità degli strumenti ai meccanismi di risanamento e di risoluzione delle crisi, tra i quali il "*bail-in*", aumenti di capitale "iperdiluitivi").

Per quanto concerne il Supplemento al Prospetto, il paragrafo "Avvertenze per l'Investitore" dovrà essere contenuto nella prima pagina del documento in oggetto e non nella copertina del Supplemento stesso. Tale paragrafo dovrà contenere, inoltre, un'adeguata informativa sull'esercizio del diritto di revoca delle adesioni, ai sensi dell'art. 95-*bis* comma 2 del TUF, con specifica indicazione del periodo concesso agli investitori per l'esercizio del relativo diritto.

Come già evidenziato, le rischiosità sopra espresse non intendono costituire un elenco esaustivo di tutte le possibili casistiche. I soggetti interessati sono chiamati ad effettuare adattamenti in ragione dei profili di rischio specifici che caratterizzano la fattispecie in esame e che possono emergere nel corso dell'attività istruttoria sul prospetto.

5. **Ambito di applicazione.**

Le indicazioni contenute nella presente Raccomandazione dovranno essere tenute in debita considerazione sia con riferimento ai prospetti redatti in formato unico (ivi compresi i prospetti di base) sia ai prospetti redatti in formato tripartito (Documento di Registrazione, Nota Informativa sugli Strumenti Finanziari, Nota di Sintesi), così come consentito dall'art. 94, comma 4, del TUF, nonché con riferimento ai Supplementi. Inoltre, esse sono riferite anche al caso in cui l'Emittente, ai sensi della vigente disciplina, si avvalga di prospetti semplificati redatti secondo lo schema di cui all'Allegato 1M, ex art. 34-*ter* comma 4 del Regolamento Emittenti, coerentemente con gli elementi informativi previsti dal citato Allegato 1M.

La presente Raccomandazione trova altresì applicazione per i Prospetti di offerta di azioni finalizzati alla costituzione di banche, fermo restando l'applicazione a tali operazioni della Raccomandazione Consob n. DEM/11029531 dell'8 aprile 2011⁴.

Inoltre, in considerazione delle finalità sottese all'inserimento del paragrafo "Avvertenze per l'Investitore", le indicazioni fornite nella presente Raccomandazione dovranno essere seguite nelle operazioni oggetto di documenti giudicati dalla Consob equivalenti al prospetto, ai sensi degli artt. 34-ter e 57, comma 1, lett. d) del Regolamento n. 11971/1999⁵.

Si rappresenta che le indicazioni rese nella presente Raccomandazione sostituiscono quanto indicato in merito al paragrafo "Avvertenze per l'Investitore" contenuto nella Comunicazione n. 0010807 del 10.2.2014⁶.

* * *

Si rappresenta, infine, che le indicazioni riportate nella presente Raccomandazione lasciano ferma e impregiudicata l'applicazione del complessivo quadro normativo vigente in materia, con particolare riguardo alle informazioni richieste dai pertinenti schemi regolamentari, al regime di responsabilità derivante dal prospetto, alla disciplina in materia di pubblicazione nonché ai poteri della Consob in materia di approvazione dei prospetti.

IL PRESIDENTE

⁴ Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/11029531 dell'8 aprile 2011 "*Prospetti di comitati promotori di costituende società (in particolare banche)*".

⁵ Sul giudizio di equivalenza a prospetto informativo si veda la Comunicazione Consob n. DIE/13037777 del 3.5.2013.

⁶ Cfr. Comunicazione Consob 10 febbraio 2014, n. 0010807 "*Modalità di pubblicazione del prezzo dell'offerta ove questo sia stato omissso dal prospetto, collocazione ed estensione del paragrafo "Avvertenze per l'Investitore" ove inserito nel prospetto*".