

RACCOMANDAZIONE RECANTE

LINEE GUIDA IN MATERIA DI INSERIMENTO E REDAZIONE DELLE “AVVERTENZE PER L’INVESTITORE” DEI PROSPETTI DI OFFERTA AL PUBBLICO E/O AMMISSIONE ALLE NEGOZIAZIONI DI STRUMENTI FINANZIARI

RELAZIONE ILLUSTRATIVA

31 ottobre 2016

A) ESITI DELLA CONSULTAZIONE

Il 9 maggio 2016 è stato pubblicato il documento di consultazione riguardante la Raccomandazione recante linee guida in materia di inserimento e redazione del paragrafo “Avvertenze per l’investitore” dei prospetti di offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari.

Relativamente al menzionato documento di consultazione sono pervenute osservazioni da parte dei soggetti di seguito elencati:

- ABI (Associazione Bancaria Italiana);
- ACEPI (Associazione Italiana Certificati e Prodotti di Investimento);
- ADICONSUM (Associazione Difesa Consumatori e Ambiente);
- ANASF;
- ASSONIME;
- ASSOSIM (Associazione Intermediari Mercati Finanziari);
- Studio Legale Allen & Overy;
- Studio Legale DLA PIPER;
- Osservatorio del Diritto Commerciale Europeo Dipartimento di studi Giuridici “Angelo Sraffa” Università Bocconi;
- Marco Bava.

Le osservazioni inviate dai predetti soggetti sono state pubblicate integralmente sul sito internet della Consob.

Il presente documento riporta l’indicazione dei paragrafi della Raccomandazione, le principali osservazioni pervenute, le considerazioni svolte in proposito e, se del caso, le modifiche apportate al testo della Raccomandazione.

LINEE GUIDA IN MATERIA DI INSERIMENTO E REDAZIONE DELLE “AVVERTENZE PER L’INVESTITORE”

TESTO POSTO IN CONSULTAZIONE	<p>1. PREMESSA</p> <p>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.</p>	
OSSERVAZIONI DEL MERCATO	NOTE DI COMMENTO	TESTO AD ESITO DELLA CONSULTAZIONE
<p>I. ABI, nel rammentare che il paragrafo “<i>Avvertenze per l’Investitore</i>” non è previsto nella Direttiva Prospetti, né negli schemi allegati al regolamento UE 809/2004, ritiene che l’introduzione di tali avvertenze ponga gli emittenti bancari italiani, che offrono in Italia sulla base di una documentazione d’offerta approvata dalla Consob, in una situazione “<i>di campo di gioco non livellato</i>” rispetto agli emittenti (italiani ed esteri) che offrono in Italia mediante documentazione d’offerta “passaportata” in Italia, che non sarebbero soggetti a tali adempimenti.</p> <p>II. ACEPI rileva che l’informativa richiesta dal paragrafo “<i>Avvertenze per l’investitore</i>” non è prevista dalla Direttiva Prospetti, né dagli schemi allegati al Regolamento UE/809/2004 né tanto meno nella prassi di riferimento di altri Paesi EU. Evidenzia come l’introduzione di tale informativa</p>	<p>Con riferimento ai rapporti del Documento posto in consultazione rispetto alla normativa ed alla prassi comunitaria, essendo pervenute dall’ABI, ACEPI, DLA PIPER, Allen & Overy e ASSONIME osservazioni di analogo contenuto, le stesse saranno unitariamente trattate di seguito.</p> <p>In via preliminare si evidenzia che le linee guida fornite nel Documento in parola hanno natura di Raccomandazione, nel rispetto del quadro comunitario e nazionale di riferimento.</p> <p>In tal senso nella Raccomandazione non è prescritto, in via sistematica, l’inserimento, all’interno dei prospetti, delle “<i>Avvertenze per l’Investitore</i>”.</p> <p>Come indicato nella Raccomandazione, in una pluralità di prospetti, le “<i>Avvertenze per</i></p>	<p>1. Premessa</p> <p><i>Un numero rilevante di prospetti approvati negli ultimi anni dalla Consob è stato caratterizzato dal previo l’inserimento di un paragrafo iniziale informazioni denominate “<i>Avvertenze per l’Investitore</i>”(di seguito anche Avvertenze) nelle qualei sono rappresentati particolari profili di rischio particolare rischiosità concernenti la situazione economica, patrimoniale, 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.</i></p> <p>[...]</p> <p>Dette Avvertenze paragrafo non riportano informazioni ulteriori rispetto a quelle che l’Emittente è tenuto ad indicare nei pertinenti</p>

<p>creerebbe una “<i>specificità italiana</i>”, in contrasto con lo spirito della vigente normativa comunitaria in materia di prospetti. Ciò creerebbe una discriminazione per gli emittenti che intendano effettuare operazioni di offerta/quotazione in Italia sulla base dei prospetti approvati dalla Consob rispetto a quelli che offrono i medesimi strumenti finanziari per mezzo di prospetti approvati da altre Autorità di vigilanza europee.</p> <p>In proposito ACEPI richiede se Consob “<i>intenda utilizzare i poteri di cui all’art. 17 PD, contattare le autorità dello Stato Membro d’origine che quel prospetto hanno approvato alla luce della normativa e prassi europea di riferimento, e non consentire di volta in volta offerte/quotazioni in Italia quale stato membro ospitante ove tali prospetti approvati da altre autorità non vengano integrati sulla base della raccomandazione in parola</i>”.</p> <p>Tale asimmetria non gioverebbe alla comprensibilità dei rischi da parte dell’investitore e sortirebbe effetti negativi per il mercato domestico, quali in sintesi: (i) “<i>unlevel playing field</i>” tra emittenti che utilizzano prospetti passaportati ed emittenti che utilizzano prospetti approvati dalla Consob; (ii) aumento dei costi di <i>compliance</i> e di risorse dedicate, con conseguente aggravio operativo per gli emittenti in termini di controlli interni; (iii) pregiudizio all’attività di raccolta degli emittenti avuto riguardo ad eventuali oneri di supplementazione.</p> <p>ACEPI osserva che gli svantaggi competitivi sopra descritti si traducono in ultima analisi in una minore offerta di strumenti finanziari per l’investitore italiano, sia in termini qualitativi che di diversità dei profili di rischio rendimento disponibili.</p>	<p>l’Investitore” si sono rivelate uno strumento utile a mettere in evidenza aspetti di rischio significativi relativi all’Emittente, al settore di attività e agli strumenti finanziari oggetto dell’operazione di offerta/quotazione.</p> <p>La Raccomandazione, come ampiamente posto in rilievo nell’ambito della presente iniziativa, non innova il quadro di riferimento. Essa ha il duplice obiettivo di fornire criteri uniformi con cui orientare l’attività di inserimento di informazioni all’interno delle Avvertenze e realizzare un’opera di semplificazione. Il documento fornisce in tal senso linee guida sia in ordine ai criteri generali da prendere in considerazione da parte degli operatori al fine di fornire un’informazione sintetica, chiara e di immediata evidenza dei più significativi e rilevanti profili di rischio dell’Emittente o dell’investimento proposto, ove sussistenti (cfr. sezione 2) sia in ordine ai criteri di esposizione dei contenuti (cfr. sezione 3).</p> <p>Si osserva che ogni valutazione in merito all’individuazione delle fattispecie da evidenziare all’interno delle Avvertenze è in capo all’Emittente/Offerente trattandosi di informazioni sotto la sfera di controllo di quest’ultimo la cui veridicità e completezza l’Emittente/Offerente è tenuto ad assicurare.</p> <p>Resta fermo che, al fine di garantire al mercato la massima trasparenza dei rischi connessi alle specifiche operazioni poste in essere, la Consob</p>	<p><i>capitoli del Prospetto concernenti i fattori di rischio dell’Emittente e/o degli strumenti finanziari, ma è sono voltee 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.</i></p> <p><i>Le Avvertenze restano distinte dal prospetto e, Lo stesso paragrafo, pertanto, non integrano né sostituiscono il prospetto lo stesso, essendo quest’ultimo l’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”</i></p> <p><i>Le “Avvertenze per l’Investitore” rappresentano un utile strumento atto ad evidenziare quei profili di rischio relativi all’Emittente, agli strumenti finanziari o all’operazione proposta con il prospetto, che è necessario che l’investitore percepisca con immediatezza e comprensibilità. Le stesse, inoltre, possono essere di ausilio, senza peraltro sostituire i presidi informativi in materia di servizi di investimento, nel definire</i></p>
---	---	---

III. DLA PIPER rileva che il paragrafo “*Avvertenze per l’Investitore*” si configura come un onere in capo agli emittenti che intendano effettuare operazioni di offerta in Italia sulla base dei prospetti approvati da Consob rispetto agli emittenti che si avvalgono di prospetti approvati in un altro Stato membro ed in seguito “passaportati” in Italia.

IV. Allen & Overy evidenzia che gli schemi di cui al Regolamento (CE) n. 809/2004 non contengono alcuna indicazione in merito alla necessità di inserire il paragrafo di cui si tratta. In tal senso, 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*”.

V. ASSONIME segnala che il paragrafo delle Avvertenze non è richiesto dalla normativa europea e nazionale. Inoltre richiede che, in attesa del completamento della disciplina europea in materia nell’ambito della *Capital Market Union* (revisione della Direttiva Prospetto ad esempio) la Consob eviti qualunque intervento in materia di prospetto.

valuta l’adeguatezza delle informazioni fornite. Al fine di maggior chiarezza si è ritenuto di integrare la Raccomandazione come indicato nel testo *a latere*.

Avuto riguardo alla prassi comunitaria ed al potenziale “*unlevel playing field*” che si verrebbe a creare, secondo alcuni partecipanti alla consultazione, tra emittenti che utilizzano prospetti passaportati ed emittenti che utilizzano prospetti approvati dalla Consob, giova evidenziare che, da una disanima compiuta su recenti prospetti approvati dalle competenti Autorità nazionali europee, si è potuto riscontrare la presenza, non sistematica, di informazioni, collocate immediatamente dopo la copertina e prima dell’indice del prospetto, talora denominate “*Important Information*”, “*Notice*” contenenti alcuni richiami di informativa attinenti l’Emittente e/o l’offerta.

In dettaglio si è riscontrato che in alcuni casi vi sono *warnings* e richiami a specifici fattori di rischio dell’Emittente e/o dello strumento mentre in altri casi si è osservata la presenza di *disclaimer* di più generale portata.

Al riguardo, non è emersa una prassi uniforme, ad eccezione del posizionamento di tale informativa, posta sempre prima dell’indice del prospetto, e, in molti casi, del rinvio al capitolo dei fattori di rischio.

Si aggiunge, inoltre, che nell’ambito delle *Questions and Answers* emanate dall’ESMA nell’ottica dell’armonizzazione dell’applicazione della disciplina in materia da parte delle

il set informativo disponibile per l’investitore.

Ciò premesso, con l’obiettivo di realizzare una semplificazione dell’informativa riportata in tale paragrafo impregiudicati i poteri di cui all’art. 114, comma 5, del D.Lgs. 58/98, nell’ottica di favorire la funzione informativa di tale paragrafo delle Avvertenze, finalizzate, ove presenti, a dare immediata percezione del rischio e a rendere informazioni chiare, sintetiche e comprensibili, con la presente Raccomandazione si intendono fornire delle linee guida di carattere generale relative in ordine:

(i) alle finalità e ai presupposti sottesi all’inserimento del paragrafo delle “Avvertenze per l’Investitore” e del relativo ambito di applicazione;

(ii) ai criteri di presentazione dei contenuti delle stesse di tale paragrafo.

Sono altresì fornite alcune esemplificazioni, alla luce dell’esperienza maturata in materia, che possono risultare di utilità nella selezione individuazione dei rischi da inserire nelle paragrafo “Avvertenze per l’Investitore”.

competenti Autorità degli Stati Membri (cfr. Q&A n. 9) è espressamente previsto quanto segue in ordine alla presenza di una “cover note” al prospetto: *“The order prescribed by Articles 25 and 26 is mandatory (table of contents, summary, risk factors and the other information items included in the schedules and building blocks). This does not mean that the issuer may not include in addition a brief cover note which has general information about the issuer and the issue before the items prescribed in Articles 25 and 26 are stated in the prospectus. However, the cover note is not a substitute for the summary or the disclosure requirements under the Regulation”*.

Dunque, avuto riguardo alla prassi europea presa in esame, avvalorata anche dalle fonti sopra citate, è evidente che essa appare connotata da notevole eterogeneità anche in relazione agli specifici contenuti ed alla portata dei *disclaimer* spesso riportati all’interno di paragrafi introduttivi al prospetto.

Con riferimento all’osservazione di ACEPI in ordine ai prospetti approvati da un diverso Stato Membro UE e passaportati in Italia, quale Stato Membro Ospitante, ai fini dell’offerta al pubblico e/o dell’ammissione a quotazione, l’espresso richiamo all’art. 17 DP per i poteri dello Stato membro Ospitante non trova applicazione in quanto tale articolo prevede che *“Le autorità competenti degli Stati membri ospitanti non assoggettano i prospetti ad alcuna approvazione o ad altra procedura*

amministrativa".

Pertanto, sulla base dell'attuale quadro normativo, non può escludersi la possibile presenza di un "*unlevel playing field*" tra emittenti che utilizzano prospetti passaportati ed emittenti i cui prospetti sono approvati dalla Consob, fermo restando che, come sopra indicato, il prospetto passaportato potrebbe includere una *cover note* con specifici *warnings* e che trovano applicazione, in capo ai collocatori, gli obblighi informativi in materia di servizi di investimento.

Ciò posto, si ribadisce che la presente iniziativa si fonda sulla esigenza di tutela degli investitori - spesso caratterizzati da un basso livello di educazione finanziaria e operanti in un instabile e volatile contesto economico e finanziario - e trae origine dalla prassi operativa che già riscontra la presenza delle "Avvertenze per l'Investitore" in un significativo numero di prospetti recentemente approvati.

Da ultimo si evidenzia che nell'ambito dei lavori di revisione della disciplina prospetti nell'ottica di rendere il prospetto più fruibile per i destinatari è emersa l'esigenza di semplificare la struttura dei prospetti sotto molteplici aspetti, rilevando, in particolare, alcune proposte di modifiche volte a dare evidenza dei più significativi profili di rischio.

Tale impostazione che sta emergendo in sede comunitaria appare pertanto coerente con

	<p>l'approccio e lo spirito della Raccomandazione in ordine alla necessità che l'investitore acquisisca immediata consapevolezza, sin dalle prime pagine del fascicolo del prospetto, dei più significativi rischi sottesi all'investimento effettuato, ove sussistenti.</p> <p>Resta inteso che gli orientamenti Consob in materia di Avvertenze saranno allineati alle evoluzioni della disciplina in parola.</p>	
--	---	--

<p>TESTO POSTO IN CONSULTAZIONE</p>	<p>2. FINALITÀ</p> <p>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 rischiosità dell’Emittente o dell’investimento proposto.</p> <p>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, dei rischi propri del prodotto oggetto di offerta/ammissione alle negoziazioni; pertanto, non può essere identificata una formulazione predefinita del suddetto paragrafo.</p>	
<p>OSSERVAZIONI DEL MERCATO</p>	<p>NOTE DI COMMENTO</p>	<p>TESTO AD ESITO DELLA CONSULTAZIONE</p>
<p>I. L’Osservatorio “Angelo Sraffa” Università Bocconi evidenzia che la Raccomandazione è un’iniziativa utile nel breve periodo, soprattutto alla luce della complessità e articolazione che spesso assumono i prospetti informativi ma che nel lungo periodo l’obiettivo dovrebbe essere quello di un ripensamento, anche a livello europeo, della disciplina del prospetto, al fine di semplificarne la struttura e renderlo più fruibile ai relativi destinatari. Con riferimento ai contenuti delle Avvertenze, in relazione ai contenuti del prospetto, evidenzia che <i>“il confine tra ciò che non sia mera riproduzione selettiva e informazioni ulteriori o diverse rispetto a quanto già riportato nel Prospetto possa risultare, nei fatti, troppo sottile e difficile da distinguere”</i>.</p>	<p>Le “Avvertenze per l’Investitore” non possono essere una riproduzione selettiva di quanto già riportato nei fattori di rischio – intendendosi con tale espressione una mera riproduzione testuale di alcuni brani tratti dal capitolo fattore di rischio – in quanto le Avvertenze sono intese quale strumento atto a dare risalto a peculiari e rilevanti profili di criticità in modo immediato, sintetico, chiaro e di agevole comprensione. Le informazioni rese nelle Avvertenze, costituendo le prime informazioni riportate nel prospetto, svolgono una funzione di “alert”.</p> <p>A tal riguardo, al fine di chiarire tale concetto, si ritiene opportuno integrare la Raccomandazione come indicato nel testo <i>a latere</i>.</p>	<p>2. Finalità e presupposti sottesi all’inserimento delle “Avvertenze per l’Investitore”</p> <p><i>Come sopra richiamato, le “Avvertenze per l’Investitore” possono contribuire alla tutela del risparmio, se sottolineano in maniera sintetica e diretta, profili di rischio di particolare rilevanza, profili che è opportuno che siano immediatamente percepiti dagli investitori ai quali è rivolto il prospetto informativo.</i></p> <p><i>In particolare, i criteri di individuazione dei contenuti da inserire nelle Avvertenze sono rappresentati da:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - <i>il carattere pervasivo delle criticità sulla situazione economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale, tali da incidere sulla continuità aziendale dell’Emittente</i>
<p>II. Allen & Overy, partendo dall’affermazione contenuta nella bozza di Raccomandazione secondo cui tale paragrafo non deve rappresentare una mera</p>		

<p>riproduzione selettiva di quanto riportato e descritto nei fattori di rischio evidenzia che, dal momento che i contenuti del paragrafo Avvertenze devono essere già inclusi nel capitolo sui fattori di rischio e questi ultimi devono orientarsi a canoni di chiarezza e immediatezza, non appare chiara la <i>ratio</i> per cui il paragrafo Avvertenze non possa essere una riproduzione selettiva delle avvertenze già contenute nel capitolo fattori di rischio.</p>		<p><i>ovvero da determinare significativi effetti sull'esercizio dell'attività di impresa;</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - <i>le criticità connesse alle caratteristiche specifiche degli strumenti finanziari, atte ad incidere sulla recuperabilità dell'investimento proposto;</i> - <i>la complessità dello strumento oggetto di offerta/ammissione alle negoziazioni.</i>
<p>Lo Studio Allen & Overy segnala che non viene fornita nel documento di consultazione nessuna indicazione in merito ai criteri sottesi alla valutazione circa l'inserimento o meno di tale "paragrafo eventuale" e non è chiaro se tale valutazione sia rimessa o meno alla scelta discrezionale dell'offerente.</p> <p>Secondo il medesimo Studio, inoltre, non sono chiari i criteri su cui basare la selezione dei contenuti da inserire nelle avvertenze". In particolare non è chiaro se trattasi dei criteri forniti dal documento "IOSCO Disclosure standards for cross border offering and initial listings by foreign issuers for equity securities" e dalla Comunicazione Consob 29 novembre 2007 (che forniscono criteri sulla redazione del capitolo dei fattori di rischio specificando che questi devono essere elencati in ordine di priorità e che devono essere evidenziati i fattori di rischio riguardanti specifici profili) o se invece "occorre effettuare tale valutazione sulla base di criteri differenti che sarebbe opportuno specificare".</p>	<p>Il criterio base di individuazione dei contenuti da inserire nelle Avvertenze è rappresentato da:</p> <ul style="list-style-type: none"> - il carattere pervasivo delle criticità sulla situazione economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale, tali da incidere sulla continuità aziendale dell'Emittente ovvero da determinare significativi effetti sull'esercizio dell'attività di impresa; - le criticità connesse alle caratteristiche specifiche degli strumenti offerti, atte ad incidere sulla recuperabilità dell'investimento proposto; - la complessità dello strumento oggetto di offerta/ammissione alle negoziazioni. <p>Inoltre, la selezione delle informazioni da rendere nelle Avvertenze è funzionale a far sì che le stesse contengano un'informativa compiuta, ancorché sintetica, tale da consentirne una lettura autonoma, fermo restando il riferimento all'intero prospetto per poter pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici</p>	<p><i>In relazione a quanto precede, l'inserimento delle "Avvertenze per l'Investitore" e la valutazione in merito all'individuazione delle informazioni da evidenziare all'interno delle stesse è in capo all'Emittente/Offerente. Pertanto, non può essere identificato un contenuto predefinito delle Avvertenze.</i></p> <p><i>Ciò posto, ne consegue che la redazione delle "Avvertenze per l'Investitore" dia specifica contezza, con rinvio alle parte conferenti, dei rischi meritevoli di immediata evidenza per l'investitore e non si limiti a una mera riproduzione selettiva di quanto riportato e descritto nel capitolo del Prospetto dedicato alla rappresentazione dei Fattori di Rischio. 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.</i></p>

	<p>e sulle prospettive dell’Emittente nonché sui prodotti e relativi diritti.</p> <p>Con riferimento ai documenti citati (documento IOSCO e Comunicazione Consob del 2007) questi potranno essere di ausilio limitatamente all’elaborazione del capitolo dedicato ai “Fattori di Rischio” a cui le Avvertenze dovranno fare rinvio.</p> <p>Pertanto si conferma che l’Emittente è chiamato a valutarne l’inserimento in ragione dei criteri sopra individuati.</p> <p>A tal riguardo, al fine di chiarire tale concetto, si ritiene opportuno integrare la Raccomandazione come indicato nel testo <i>a latere</i>.</p>	<p>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 rischiosità dell’Emittente o dell’investimento proposto.</p>
<p>III. ANASF condivide la finalità perseguita, tuttavia auspica l’applicazione della Raccomandazione a prodotti finanziari per i quali sia pubblicato un prospetto, ivi compresi i prodotti finanziari emessi da banche e imprese di assicurazione ex art. 25 bis TUF ai fini di <i>“un’effettiva parità di regole nell’offerta delle varie tipologie di prodotti finanziari”</i>. Ciò <i>“consentirebbe una più completa tutela degli interessi degli investitori e garantirebbe un’effettiva parità di regole nell’offerta delle varie tipologie di prodotti finanziari”</i>.</p> <p>IV. ASSOSIM evidenzia l’utilità di tali linee guida nel definire con maggiore chiarezza e certezza la prassi attuale, i cui risvolti utili possono osservarsi anche in termini di efficienza e rapidità della procedura di approvazione dei prospetti, in</p>	<p>Allo stato si ritiene che l’iniziativa non possa trovare applicazione con riferimento ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione ex 25 bis TUF, non rientranti nell’ambito di applicazione della Raccomandazione fermo restando che la Consob potrà rinviare ogni considerazione in proposito nell’ambito di future iniziative di vigilanza, anche sulla base di quella che sarà l’evoluzione della disciplina in materia di <i>“packaged retail and insurance-based investment products” (PRIIPs)</i>.</p>	

<p>conformità al miglior interesse degli emittenti e del mercato.</p>		
<p>V. ASSONIME ritiene che la protezione dell’investitore “<i>non si persegua mediante la moltiplicazione delle informazioni e la complicazione della struttura</i>”. Evidenzia che ogni replica e selezione delle informazioni già contenute nel prospetto al fine di rappresentazioni più sintetiche, qualora non accompagnate da un’effettiva semplificazione della struttura del prospetto, comporta oneri e responsabilità aggiuntive, che rischiano di enfatizzare il sovradimensionamento e la complessità dei documenti a fini di salvaguardia ed il rischio che gli investitori sviluppino una <i>over-reliance</i> rispetto alle “sintesi”, trascurando l’intero contenuto del prospetto. Pertanto richiede che, in attesa del completamento della disciplina europea in materia nell’ambito della <i>Capital Market Union</i> (revisione della Direttiva Prospetto ad esempio) la Consob eviti qualunque intervento in materia di prospetto.</p> <p>Nelle osservazione l’associazione indica che “<i>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</i></p>	<p>Con riferimento all’asserita maggiore onerosità (evocata da ASSONIME ma anche da altri partecipanti alla consultazione) che tale Raccomandazione porrebbe in capo ai soggetti vigilati, si osserva innanzitutto che, come già evidenziato, l’inserimento delle Avvertenze non avverrebbe sistematicamente e resterebbe sorretto dai criteri che tale Raccomandazione si prefigge di declinare, nell’ottica della semplificazione.</p> <p>Laddove le suddette siano inserite, per le considerazioni in ordine ai benefici ed oneri, si rinvia all’analisi degli impatti riportata nella Sezione B della presente Relazione. Inoltre, con riferimento alle osservazioni pervenute circa l’asserito aggravio connesso all’eventuale supplementazione, nel rammentare che la Raccomandazione lascia impregiudicato ed inalterato il quadro normativo di riferimento – e dunque la valutazione in ordine al verificarsi di accadimenti suscettibili di essere qualificati come “<i>fatto nuovo significativo, errore materiale o imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto che sia atto ad influire sulla valutazione dei prodotti finanziari</i>” ex art. 94 c. 7 TUF che rendano necessaria la pubblicazione di un supplemento al prospetto, si rinvia alle considerazioni riportate alla Sezione 5 che segue.</p> <p>In ordine al riferito “<i>sovradimensionamento [..]</i></p>	

<p><i>evidenziato l'esigenza di evitare il rischio di segmentare il prospetto in sezioni a progressivo grado di complessità e dianaliticità, da cui derivano ambiguità informative e sul piano delle responsabilità”.</i></p> <p>Evidenzia, inoltre, che non appare chiaro l'ambito di applicazione della Raccomandazione ed in particolare l'individuazione dei casi in cui è raccomandata la redazione delle “Avvertenze per l'Investitore”, in particolare se le stesse vadano inserito: 1) sempre in tutti i prospetti; 2) solo in alcune circostanze; 3) su base volontaria, previa valutazione rimessa all'Emittente.</p> <p>Pertanto, non essendo chiara l'individuazione dei casi in cui è raccomandata la redazione delle Avvertenze, qualunque chiarimento intervenga, gli emittenti potrebbero essere in ogni caso indotti ad inserire, di default, tali avvertenze, non potendo escludere a priori l'esigenza di <i>“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”</i>. In tal caso la <i>“generalizzata utilizzazione”</i> delle stesse determinerebbe non solo ulteriori aggravii e responsabilità per gli emittenti andando anche in senso contrario a quanto intrapreso a livello europeo nell'ambito della Capital Market Union ma farebbe anche sì che le avvertenze perdano qualunque effetto segnaletico auspicato. Pertanto, date tali criticità in ordine ad una <i>“generalizzata utilizzazione”</i> delle Avveretnze, Assonime ritiene più opportuno che l'inserimento delle stesse sia <i>“richiesto dalla Consob</i></p>	<p><i>ed al rischio che gli investitori sviluppino una over-reliance rispetto alle sintesi, trascurando l'intero contenuto del prospetto”</i> non si condividono le preoccupazioni espresse in quanto è di immediata evidenza che le “Avvertenze per l'Investitore” non avrebbero pretesa di esaustività in ordine a tutte quelle informazioni che devono essere necessariamente acquisite dall'investitore ai fini del fondato giudizio sull'investimento, perseguendo invece l'obiettivo di richiamare l'attenzione dell'investitore, sin dalle prime pagine del prospetto, su quei rischi peculiari e rilevanti che possono influire in modo pervasivo sulla situazione economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale dell'Emittente, tali da incidere sulla sua continuità aziendale ovvero da determinare significative limitazioni all'esercizio dell'attività di impresa, o su quelle criticità connesse alle caratteristiche specifiche degli strumenti offerti atte ad incidere sulla recuperabilità dell'investimento proposto o, ancora, sui rischi relativi alla complessità dello strumento oggetto di offerta/ammissione alle negoziazioni.</p> <p>In relazione all'ambito di riferimento della Raccomandazione e all'individuazione dei casi in cui è raccomandata la redazione delle Avvertenze, si rinvia alle osservazioni sopra riportate e alla Sezione 1 che precede.</p>	
---	--	--

<p><i>caso per caso e valutate le criticità del contesto di riferimento, 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”.</i></p>		
<p>VI. ABI osserva che occorrerebbe valutare l’effettiva utilità del paragrafo “Avvertenze” anche alla luce delle raccomandazioni sulla scheda prodotto e della prossima introduzione del Documento recante le informazioni chiave (c.d. KID). Sotto un diverso profilo, osserva inoltre che sarebbe utile lavorare alla standardizzazione del contenuto dei prospetti e delle richieste di informazioni in fase istruttoria per il tramite dell’istituzione di un tavolo tecnico tra Consob, emittenti ed ABI, al fine di facilitare la redazione dei prospetti e renderli al contempo più fruibili.</p>	<p>La disciplina del prospetto e dell’informativa da servizio di investimento sono discipline geneticamente distinte, seppur entrambe finalizzate ad assicurare la trasparenza nell’informativa all’investitore, riducendo l’asimmetria informativa sussistente nelle transazioni finanziarie.</p> <p>In entrambi i documenti in consultazione si forniscono linee guida improntate alla semplificazione dell’informativa verso la clientela, al fine di accrescere la consapevolezza dell’investimento.</p> <p>I succitati obiettivi possono essere raggiunti solo operando su più fronti, dunque sull’informativa da prospetto e sui presidi informativi che l’intermediario è chiamato a fornire nella prestazione del servizio di investimento.</p> <p>In tal senso si evidenzia, pertanto, che le stesse possono essere di ausilio senza peraltro sostituire i presidi informativi previsti in materia di servizi di investimento, contribuendo a definire il <i>set</i> informativo disponibile. Si ritiene pertanto non condivisibile l’osservazione circa la necessità di valutare l’utilità delle “Avvertenze” alla luce della complessiva disciplina, vigente ed in divenire, sull’informativa da servizi di investimento.</p> <p>A tal riguardo, al fine di chiarire tale concetto, la Raccomandazione è stata integrata come già</p>	

	<p>indicato nel testo <i>a latere</i> nella Sezione 1.</p> <p>Con riferimento all’osservazione in merito all’opportunità di istituire tavoli tecnici in ordine alla standardizzazione del contenuto dei prospetti e delle richieste di informazioni si segnala che sono stati condotti lavori in termini di standardizzazione dei contenuti dei prospetti con l’Associazione, lavori che hanno consentito una razionalizzazione dell’informativa.</p> <p>Pertanto non è esclusa l’opportunità di proseguire, per il futuro, con iniziative di analogo portata, seppur, per la natura stessa delle Avvertenze, non possa essere identificata una formulazione predefinita delle stesse e pertanto non è possibile perseguire una concreta standardizzazione.</p>	
<p>VII. ACEPI evidenzia che l’indicazione di una “<i>selezione</i>” di rischiosità possa indurre l’investitore nell’erroneo convincimento (e ragionevole affidamento giuridicamente rilevante in termini di responsabilità) che i rischi relativi all’emittente ed allo strumento siano solo quelli evidenziati nel paragrafo Avvertenze, snaturando nei fatti il capitolo “Fattori di rischio”.</p>	<p>A tal riguardo si rinvia alle osservazioni sopra riportate, <i>sub V</i>, in risposta alle considerazioni di ASSONIME.</p>	
<p>VIII. DLA PIPER evidenzia un rischio di sovrapposizione tra il paragrafo Avvertenze e le informazioni contenute nella documentazione contrattuale e precontrattuale relativa agli strumenti finanziari (fattori di rischio già esposti nella Nota Informativa, nella Nota di Sintesi e in futuro nel KID, per i prodotti PRIIPS). Infine per i prospetti di base evidenzia che “<i>le Avvertenze relative agli strumenti finanziari avrebbero un contenuto estremamente</i></p>	<p>Con riferimento all’osservazione sul rischio di sovrapposizione informativa si rinvia alle considerazioni riportate nel punto 3 che segue, in risposta al rilievo, di analogo contenuto, formulato <i>sub I</i>, da Allen & Overy.</p> <p>In ordine ai prospetti di base si suppone che il rilievo formulato dallo studio legale in ordine all’utilità delle Avvertenze nei prospetti base attenga esclusivamente alle Avvertenze</p>	

<p><i>generale e perciò di scarsa utilità per l'investitore".</i></p>	<p>concernenti lo strumento finanziario e non quelle relative all'Emittente.</p> <p>Si rammenta, difatti, che nel prospetto base le informazioni relative all'Emittente devono essere interamente riportate, mentre per gli strumenti finanziari talune informazioni concernenti le specifiche caratteristiche possono essere rinviate alle condizioni definitive, ove non note all'atto della redazione del prospetto base, sulla base di una categorizzazione di elementi informativi operata dal Regolamento comunitario.</p> <p>Tuttavia i rischi relativi agli strumenti finanziari (ad esempio possibile <i>status</i> di titolo subordinato, etc.) devono essere individuati già nell'ambito del prospetto di base. E in tal senso, ove significativi alla luce dei criteri indicati nella presente Raccomandazione, andranno inseriti anche nelle "Avvertenze".</p>	
---	---	--

<p>TESTO POSTO IN CONSULTAZIONE</p>	<p>3. CRITERI DI PRESENTAZIONE DEI CONTENUTI</p>	
	<p>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.[...]</p>	
<p>OSSERVAZIONI DEL MERCATO</p>	<p>NOTE DI COMMENTO</p>	<p>TESTO AD ESITO DELLA CONSULTAZIONE</p>
<p>I. Allen & Overy. Lo Studio evidenzia che, sulla base della normativa vigente, la nota di sintesi deve contenere una descrizione sintetica dei fattori di</p>	<p>Pur richiedendosi l'utilizzo di una terminologia e di un linguaggio chiaro e conciso sia per la Nota di Sintesi che per le Avvertenze per l'Investitore,</p>	<p>3. Criteri di presentazione dei contenuti <i>Come anticipato, la logica di impostazione e di esposizione dei rischi nell'ambito delle</i></p>

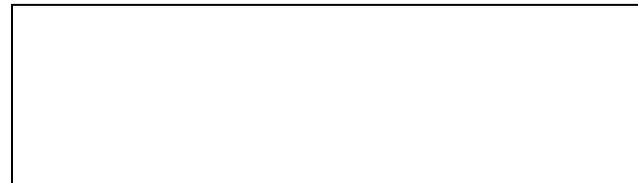
<p>rischio, redatta con linguaggio conciso e non tecnico, e che tali modalità di redazione sembrano coincidere con quelle previste per la redazione del paragrafo avvertenze. Pertanto, ad avviso dello studio legale, tali avvertenze per l'investitore <i>“finirebbero con il coincidere con i primi rischi 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”</i>.</p>	<p>la differenza tra le due sezioni risiede nella portata delle informazioni e nelle finalità delle stesse. Infatti:</p> <ul style="list-style-type: none"> - l'Avvertenza riporta solo quei rischi peculiari e rilevanti che, ad avviso dell'Emittente, possono influire in modo pervasivo sulla situazione economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale dell'Emittente, tali da incidere sulla sua continuità aziendale ovvero da determinare significativi effetti sull'esercizio dell'attività di impresa o quelle criticità connesse alle caratteristiche specifiche degli strumenti offerti, atte ad incidere sulla recuperabilità dell'investimento proposto, o, ancora, i rischi relativi alla complessità dello strumento oggetto di offerta/ammissione alle negoziazioni; - la Nota di Sintesi, oltre a sintetizzare gli elementi informativi chiave contenuti in tutto il prospetto e non solo nel capitolo dei fattori di rischio, riporta i <i>“principali rischi che sono specifici e individuali per l'emittente o per il suo settore”</i> e <i>“per gli strumenti finanziari”</i> (allegato XXII del Reg. 809/CE/2004) che possono essere rappresentati anche da una pura elencazione, purché esplicativa, in aderenza alla <i>Question and Answer n. 94 dell'Esma (ESMA/2016/1133)</i>. <p>La Nota di Sintesi risponde pertanto alle indicazioni già contenute nell'attuale normativa che impone ai redattori del prospetto l'onere di operare una sintesi delle informazioni chiave da</p>	<p>paragrafo <i>“Avvertenze per l'Investitore”</i> poggia sul presupposto che le stesse il paragrafo deve possano costituire uno strumento atto a dare risalto, in via immediata, chiara, e pronta sintetica e comprensibile ai più significativi e rilevanti profili di criticità dell'Emittente, e dell'investimento proposto che possono avere impatto diretto sulla recuperabilità dello stesso, individuati secondo i criteri sopra indicati, al fine di favorire l'immediata percezione del rischio che verrebbe ad assumere l'investitore.</p> <p>Appare innanzitutto coerente con tale presupposto che, per una più compiuta comprensione dell'operazione proposta, l'Avvertenza richiami i destinatari dell'offerta a valutare attentamente le informazioni contenute nel prospetto nel suo complesso e negli specifici fattori di rischio relativi all'Emittente, al settore di attività in cui opera, nonché agli strumenti finanziari.</p> <p>Appare altresì coerente con le finalità indicate che, Pper favorire la lettura e la comprensibilità per l'investitore si ritiene che, nell'elaborazione delle paragrafo <i>“Avvertenze per l'Investitore”</i>, i soggetti interessati:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) Rriportino le rischiosità a cui i rischi ai quali dare rilevio in modo sintetico rispetto a quanto indicato nel Prospetto e nel Capitolo dei Fattori di rischio e in coerenza con quanto riportato negli stessi;
--	---	--

	<p>riportare in tale nota.</p> <p>Come già indicato, tali aspetti sono oggetto di esame in sede europea nell’ambito dei lavori di revisione della disciplina prospetti.</p> <p>L’esigenza di fornire all’investitore, in maniera sintetica e diretta, i profili di rischio di particolare rilevanza dell’operazione è proprio l’obiettivo che l’Avvertenza si propone di raggiungere, dal momento che la stessa rappresenta la prima informativa riportata nel prospetto.</p> <p>In proposito la Raccomandazione è stata integrata come indicata nel testo <i>a latere</i>.</p> <p>Con riferimento alle evoluzioni normative in materia di prospetto si fa rinvio a quanto già indicato nel punto 1.</p>	<p>2) fareecciano espresso e puntuale rinvio [...];</p> <p>3) utilizzinoare un linguaggio non tecnico, chiaro, conciso e agevolmente comprensibile</p> <p>4) evitinoare duplicazioni[...];</p> <p>5) adottinoare una forma discorsiva, evitando, ove possibile, [...];</p> <p>6) [...] limitinoare l’estensione delle stesse paragrafo.</p> <p><i>Il rispetto di tali criteri risulta funzionale a perseguire l’obiettivo ad-assicurare che il paragrafo le “Avvertenze per l’Investitore” contengano un’informativa compiuta, ancorché sintetica, dell’investimento offerta proposto, e tale da consentire una lettura autonoma delle stesse 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.</i></p> <p><i>Per quanto attiene al formato grafico, è coerente con quanto indicato che “le Avvertenze per l’Investitore” detto paragrafo dovrà:</i></p> <p>a) siano essere esposte nella prima pagina del fascicolo² 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;</p>
<p>II. ACEPI segnala che il paragrafo “Avvertenze per l’Investitore” rischia di divenire la “sede ufficiale” deputata ad aggiornare le informazioni relative all’emittente; ciò determinerebbe quindi un difficile coordinamento ed una sovrapposizione con adempimenti dovuti ai sensi delle discipline applicabile (<i>market abuse, transparency</i>) e non dovuti ai sensi della disciplina prospetti (e.g. supplemento, v. <i>infra</i>) con possibile asimmetria informativa tra le diverse tipologie di investitori dell’emittente.</p>	<p>Con riferimento ai rilevanti aggiornamenti del prospetto che potrebbero avere riflessi sulle Avvertenze, si fa rinvio a quanto rappresentato in materia di supplemento (cfr. <i>infra</i> punto 5).</p> <p>Restano in ogni caso fermi tutti gli altri obblighi previsti dalle altre discipline applicabili (<i>market abuse e transparency, etc.</i>).</p>	
<p>III. ABI ritiene che la descrizione sintetica dei fattori di rischio debba riguardare tutti i rischi presenti nel prospetto. Infatti una selezione di alcuni fattori di rischio potrebbe indirizzare l’investitore a considerare solo alcuni dei rischi presenti</p>	<p>Non si condivide la proposta di inserire nelle Avvertenze la descrizione di tutti i fattori di rischio presenti nel prospetto. Come più volte indicato, le Avvertenze per l’investitore hanno l’obiettivo di dare risalto esclusivamente ad</p>	

<p>nell'investimento. ABI precisa che tale osservazione è stata rappresentata dall'associazione anche in sede di revisione della direttiva prospetti con riferimento alla nota di sintesi.</p> <p>Inoltre, ABI richiede l'inserimento di un "ulteriore criterio" che preveda che l'avvertenza riporti esclusivamente informazioni che siano già state pubblicate dall'emittente altrove (ad esempio: nei propri documenti contabili, per rispettare altri adempimenti normativi, nei comunicati stampa) ciò al fine di evitare che l'Avvertenza possa interferire o sovrapporsi con altri adempimenti normativi determinando una asimmetria informativa nei confronti delle diverse tipologie di investitori.</p>	<p>aspetti di particolare profilo di rischio che hanno carattere pervasivo sull'emittente e/o sull'investimento proposto.</p> <p>Inoltre, come già indicato, le Avvertenze, oltre a contenere l'espresso e puntuale rinvio ai fattori di rischio, sono finalizzate a rendere un'informativa compiuta, ancorché sintetica, tale da consentire una lettura autonoma dello stesso e di favorire la comprensibilità e l'eshaustività della sintesi resa.</p> <p>Il rischio che l'investitore consideri solo alcuni dei rischi presenti nell'investimento non può derivare dalla mera circostanza che venga inserito, nelle prime pagine del prospetto, un apposito rilievo informativo introduttivo. Al riguardo, al fine di chiarire ed esplicitare la necessità che l'investitore effettui una lettura dell'intero prospetto ed in particolare del capitolo dei "Fattori di rischio" ai fini del fondato giudizio, si ritiene opportuno integrare la Raccomandazione come indicato nel <i>sub I a latere</i>.</p> <p>Non può accogliersi la proposta dell'ABI sul punto in quanto non è possibile limitare i contenuti dell'Avvertenza alle sole informazioni che siano già state pubblicate dall'Emittente. Si ribadisce, pertanto, che i criteri di individuazione delle tematiche da riportare nelle Avvertenze sono unicamente quelli richiamati nella presente Raccomandazione e le informazioni rese nelle stesse sono coerenti a quanto rappresentato nel prospetto/supplemento cui le Avvertenze si</p>	<p><i>b) riportino la citata denominazione "Avvertenze per l'Investitore" con notevole evidenza grafica;</i></p> <p><i>c) ricomprendano le informazioni al paragrafo in un riquadro analogo a quello utilizzato nel capitolo dei "Fattori di Rischio";</i></p> <p><i>d) utilizzino 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.</i></p>
---	---	--

riferiscono.

Non si rilevano, inoltre, profili di sovrapposizione rispetto ad altri adempimenti normativi.



<p>TESTO POSTO IN CONSULTAZIONE</p>	<p>4. ESEMPLIFICAZIONI</p> <p>Di seguito è riportata un'esemplificazione delle principali fattispecie in presenza delle quali si ritiene vada fornita una immediata, chiara e pronta evidenza dei rischi all'interno del paragrafo "Avvertenze per l'Investitore", desunte dalla più recente prassi riscontrabile nei prospetti di offerta e/o quotazione approvati dalla Consob.</p> <p>Tali esemplificazioni non costituiscono un elenco esaustivo o vincolante 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 <i>disclosure</i> relativa all'offerta o quotazione delle varie tipologie di strumenti finanziari e degli schemi comunitari di riferimento).</p>	
<p>OSSERVAZIONI DEL MERCATO</p>	<p>NOTE DI COMMENTO</p>	<p>TESTO AD ESITO DELLA CONSULTAZIONE</p>
<p>I. ABI chiede conferma della propria interpretazione relativamente ai "provvedimenti assunti dalla Autorità": in particolare, secondo l'Associazione, dovrebbero essere menzionati solo i provvedimenti definitivi comunicati dalle Autorità agli emittenti e resi pubblici. Coerentemente, con riferimento agli esiti degli accertamenti ispettivi/provvedimenti da menzionare in tale paragrafo, le informazioni che dovranno essere riportate dovrebbero riguardare le casistiche che hanno determinato l'adozione di specifiche misure di patrimonializzazione, la restrizione al pagamento di dividendi, gli interventi di ristrutturazione o di aggregazione, gli interventi di gestione del rischio di liquidità e di funding, ovvero altri rilevanti provvedimenti giurisdizionali o sanzionatori.</p>	<p>Non si condivide la proposta avanzata. Il rischio dell'Emittente non è connesso esclusivamente ai provvedimenti "definitivi" assunti dall'Autorità e "resi pubblici" ma anche alle iniziative appena avviate o in corso di svolgimento o di perfezionamento, non essendo noti gli esiti e i relativi impatti. Inoltre, gli interventi dell'Autorità, meritevoli di attenzione, non possono essere ricondotti ai soli accertamenti ispettivi ma anche ad ogni iniziativa di vigilanza, come per esempio quelle di carattere prudenziale relative alle Banche.</p> <p>In proposito, per maggiore chiarezza, si ritiene opportuno integrare ulteriormente la Raccomandazione come indicato nel testo <i>a latere</i></p> <p>Le informazioni da riportare saranno valutate dall'Emittente/Offerente, come sopra indicato, a</p>	<p>4.Esemplificazioni</p> <p><i>Di seguito, tenuto conto di quanto sopra indicato, è riportata un'esemplificazione delle principali informazioni da valorizzare in maniera fattispecie in presenza delle quali si ritiene vada può risultare utile fornire fornita una immediata, chiara, sintetica e comprensibile e pronta evidenza delle relative rischiosità all'interno del paragrafo delle "Avvertenze per l'Investitore", desunte dalla più recente prassi riscontrabile nei prospetti di offerta e/o quotazione approvati dalla Consob.</i></p> <p><i>Tali esemplificazioni non forniscono costituiscono un elenco esaustivo o vincolante della casistica di tutte le possibili casistiche che possono può trovare evidenza nelle Avvertenze nel paragrafo in quanto, di volta in volta, potranno essere necessari gli opportuni</i></p>

	<p>cui si fa rinvio, in ragione di:</p> <ul style="list-style-type: none"> - il carattere pervasivo delle criticità sulla situazione economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale, tali da incidere sulla continuità aziendale dell'Emittente ovvero da determinare significativi effetti sull'esercizio dell'attività di impresa; - le criticità connesse alle caratteristiche specifiche degli strumenti finanziari, atte ad incidere sulla recuperabilità dell'investimento proposto; - la complessità dello strumento oggetto di offerta/ammissione alle negoziazioni. 	<p><i>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). Ogni valutazione in merito all'individuazione delle informazioni da evidenziare all'interno delle stesse è in capo all'Emittente/Offerente.</i></p> <p><i>Le esemplificazioni rese di seguito intendono altresì illustrare l'approccio da seguire per la individuazione dei contenuti da inserire nelle Avvertenze per far sì che esse forniscano, in modo ragionato, una sintesi dei più significativi profili di rischio atta a favorire una visione d'insieme e una immediata percezione dei medesimi:</i></p> <p>In dettaglio, il paragrafo "Avvertenze per l'Investitore" dovrà dar conto:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) dell' <i>obiettivo dell'operazione di offerta/quotazione[...] evidenziando gli impatti sulla situazione economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale dell'Emittente derivante dalla mancata realizzazione , integrale o parziale, della stessa;</i> 2) delle <i>condizioni dell'Emittente che possano influire in modo pervasivo sulla situazione economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale dello stesso, tali da mettere in dubbio la continuità aziendale</i>
--	--	---

		<p><i>incidere sulla continuità aziendale dell’Emittente ovvero da determinare significativi effetti sull’esercizio dell’attività di impresa, [...]</i></p> <p><i>[...]</i></p> <ul style="list-style-type: none"> - sottoposizione a procedure di risanamento e risoluzione delle crisi di impresa (es. amministrazione straordinaria, procedure previste dalla direttiva 2014/59/UE cd. “<i>BRRD</i>”) e a procedure concorsuali (es. concordato preventivo); <p>3) <i>dei provvedimenti assunti dalle delle Autorità competenti in grado di incidere in modo significativamente negativo sulla situazione economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale dell’Emittente (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), nonché iniziative di vigilanza i cui esiti non sono ancora noti alla data di pubblicazione del prospetto di natura tale da poter incidere significativamente sulla situazione</i></p>
--	--	---

		<p><i>economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale dell'Emittente);</i></p> <p>4) delle <i>caratteristiche [...]</i></p> <p><i>Anche Pper quanto concerne il Supplemento al Prospetto, appare coerente con gli obiettivi indicati che il paragrafo le "Avvertenze per l'Investitore" siano dovrà essere contenute nella prima pagina del documento in oggetto e non nella copertina del Supplemento stesso e. Tale paragrafo dovrà che le stesse contenganoere, —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 e adeguata evidenza grafica.</i></p> <p><i>Come già evidenziato, le rischiosità sopra espresse non intendono costituire un elenco esaustivo o vincolante di tutte le possibili casistiche. I soggetti interessati sono chiamati ad effettuare adeguamenti in ragione dei profili di rischio specifici che possono emergere nel corso dell'attività istruttoria sul prospetto.</i></p>
<p>II. Allen & Overy rileva che non è ben chiara la portata della lista esemplificativa evidenziata nel documento di consultazione. Occorrerebbe chiarire se si tratta di una mera ricognizione della recente prassi o se la stessa possa essere considerata come un elenco di quelle che Consob ritiene essere le principali avvertenze da indicare nel prospetto.</p>	<p>La lista esemplificativa riportata nella Raccomandazione è desunta dalla più recente prassi e non è da intendersi come elenco esaustivo o vincolante di tutte le possibili casistiche.</p> <p>Le esemplificazioni hanno esclusivamente lo scopo di rendere nota al mercato la logica elaborativa delle Avvertenza al fine di:</p>	

	<ul style="list-style-type: none"> - far comprendere le situazioni che nel recente passato hanno influito, o determinato il rischio di influire, in modo pervasivo sulla situazione economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale di alcuni emittenti ovvero sulla recuperabilità dell'investimento proposto; - la portata delle Avvertenze quale sintesi ragionata dei più significativi profili di rischio atta a consentire una visione d'insieme degli stessi al fine di favorire l'immediata percezione del rischio che verrebbe ad assumere l'investitore. <p>In proposito, per maggiore chiarezza, si ritiene opportuno integrare la Raccomandazione come indicato nel sub <i>I a latere</i>.</p>	
<p>Inoltre occorrerebbe chiarire se l'elemento da prendere in considerazione nella scelta se inserire o meno l'avvertenza sia esclusivamente la presenza di <i>“situazioni straordinarie di rischiosità tali da compromettere la solvibilità o la situazione economica dell'emittente o altri eventi di natura eccezionale”</i>. Lo studio segnala altresì che la recente prassi si è caratterizzata per l'introduzione di avvertenze che non paiono connotate dai suddetti profili di gravità e pertanto chiede di chiarire se la Raccomandazione debba intendersi come abrogativa della summenzionata prassi.</p>	<p>Si conferma che le “Avvertenze per l'Investitore” costituiscono una informativa esterna al prospetto e ricompresa nel “fascicolo prospetto” con la finalità di attribuire immediata evidenza a situazioni di pervasiva criticità, come illustrato nell'ambito della presente iniziativa.</p> <p>Le Avvertenze restano distinte dal prospetto, non integrano né sostituiscono il prospetto stesso il quale rimane l'unico strumento che, ai sensi dell'art. 94, comma 2, del D. Lgs. 58/98 “[...] <i>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</i></p>	

	<p><i>prospettive dell’Emittente nonché sui prodotti e sui relativi diritti”</i></p> <p>In relazione a quanto precede, l’Emittente/Offerente è chiamato a valutare l’inserimento delle Avvertenze in ragione della sussistenza di criticità che possono influire in modo pervasivo sulla situazione economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale, tali da incidere sulla continuità aziendale ovvero da determinare significativi effetti sull’esercizio dell’attività di impresa o di criticità connesse alle caratteristiche specifiche degli strumenti offerti atte ad incidere sulla recuperabilità dell’investimento proposto o, ancora, dei rischi relativi alla complessità dello strumento oggetto di offerta/ammissione alle negoziazioni.</p> <p>Con riferimento alla recente prassi, la Raccomandazione si pone proprio l’obiettivo di fornire linee guida nella elaborazione e nella rappresentazione delle Avvertenze per l’investitore al fine di evitare una notevole estensione delle stesse e, nel contempo, di favorire la semplificazione, la comprensibilità e l’utilizzo di criteri uniformi per una maggiore efficacia delle stesse, funzionale all’obiettivo della immediata e chiara percezione dei rischi, selezionati secondo i criteri definiti nella Raccomandazione, da parte del potenziale investitore, senza tuttavia sostituire il prospetto e l’onere della sua lettura.</p>	
<p>III. ADICONSUM, nel condividere le esemplificazioni delle principali fattispecie da</p>	<p>In proposito la Raccomandazione già prevede la necessità che siano rappresentate, nell’ambito</p>	

<p>evidenziare nell'ambito delle Avvertenze e nel ribadire la necessità di un linguaggio semplice, privo di termini tecnici o nozioni di non immediata percezione e della necessità di evitare duplicazioni, propone di evidenziare un <i>“alert per il consumatore circa la necessità di riflettere attentamente, prima di firmare [...]”; se vi sono informazioni che non ha compreso e che non sono chiare neanche a seguito delle spiegazioni ricevute dall’intermediario, probabilmente si tratta di un’operazione i cui rischi sono inadeguati al suo profilo”</i>.</p>	<p>delle Avvertenze, anche i rischi concernenti la complessità dello strumento finanziario partendo dal presupposto che livelli di complessità elevata accrescono le difficoltà di comprensione delle caratteristiche degli investimenti proposti e sono dunque idonei a pregiudicare la capacità di assumere consapevoli decisioni di investimento.</p>	
---	--	--

TESTO POSTO IN CONSULTAZIONE	<p>5. AMBITO DI APPLICAZIONE E SUPPLEMENTO AL PROSPETTO</p> <p>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), [...] nonché con riferimento ai Supplementi.</p> <p>Inoltre, esse sono riferite anche al caso in cui l’Emittente [...] 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.</p> <p>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 2011.</p> <p>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. 11971/1995.</p>	
	OSSERVAZIONI DEL MERCATO	NOTE DI COMMENTO
<p>I. ABI</p> <p>Richiede se, in considerazione dell’applicazione della comunicazione ai prospetti semplificati, le informazioni da riportare nelle avvertenze dovranno essere proporzionate ai contenuti informativi del prospetto semplificato richiesti dall’allegato 1M del Reg. Emittenti.</p>	<p>Come rilevato da ABI, nel caso in cui l’Emittente rediga un prospetto semplificato di cui all’Allegato 1M al Regolamento Emittenti, le Avvertenze terranno necessariamente conto dell’applicazione del regime informativo proporzionato.</p>	
<p>II. ABI richiede di chiarire se le Avvertenze debbano essere oggetto di aggiornamento mediante supplemento anche nell’ipotesi che l’emittente non ritenga rilevante l’aggiornamento delle informazioni contenute nel rispettivo paragrafo del prospetto cui le avvertenze fanno rinvio.</p>	<p>Nel rammentare che per l’aggiornamento informativo del Prospetto vanno seguite le regole dettate dall’art. 94, comma 7, del Tuf e della corrispondente disciplina europea applicabile, si chiarisce che, in presenza di pubblicazione di Supplemento, le Avvertenze, ove già presenti,</p>	<p>5. Ambito di riferimento applicazione della Raccomandazione</p> <p><i>Le indicazioni contenute nella presente Raccomandazione dovranno essere tenute in debita considerazione riguardano sia con riferimento ai prospetti redatti in formato unico</i></p>

	<p>andranno coerentemente aggiornate nel caso in cui il fatto nuovo significativo determini rischi che assumono rilevanza sulla base dei criteri di cui alla presente Raccomandazione..</p> <p>Tenuto conto che i rischi esposti nell'Avvertenza costituiscono una sintesi dei corrispondenti paragrafi dei fattori di rischio, laddove intervenga un fatto nuovo significativo, l'Emittente è tenuto a valutare l'eventuale aggiornamento delle Avvertenze per l'Investitore ovvero l'inserimento delle stesse ove non presenti nel prospetto già pubblicato.</p> <p>Non può verificarsi, quindi, l'aggiornamento dell'Avvertenza senza corrispondente modifica del/i fattore/i di rischio e di relativo/i paragrafo/i del prospetto.</p> <p>In proposito, per maggiore chiarezza, si ritiene opportuno integrare ulteriormente la Raccomandazione come indicato nel testo <i>a latere</i>.</p>	<p>(ivi compresi i prospetti di base) sia ai <i>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 sia nonché con riferimento a sia i Supplementi. In particolare, in caso di pubblicazione di un Supplemento al prospetto, le Avvertenze per l'Investitore, ove già presenti, andranno coerentemente aggiornate ove il fatto nuovo significativo determini rischi che, sulla base dei criteri di cui alla presente Raccomandazione, dovrebbero essere rappresentati all'interno delle stesse.</i></p> <p>[...]</p> <p><i>La presente Raccomandazione trova riguarda altresì applicazione per i prospetti di offerta di azioni finalizzati alla costituzione di banche, ferma restando l'applicazione a per tali operazioni della Raccomandazione Consob n. DEM/11029531 dell'8 aprile 2011.</i></p>
<p>III DLA PIPER indica come profili meritevoli di approfondimento gli eventuali aggiornamenti del paragrafo Avvertenze. <i>“Se nel caso della vita degli strumenti finanziari dovessero venire in rilievo nuovi fattori di rischio inizialmente non contemplati, non è chiaro se (ed in che modo) il paragrafo Avvertenze debba eventualmente tenerne conto”.</i></p>	<p>Le Avvertenze per l'Investitore tengono conto di ogni aggiornamento operato sul Prospetto (in formato unico o tripartito) mediante la pubblicazione di Supplemento/i al Prospetto e dunque anche di nuovi Fattori di rischio, inseriti nel Supplemento ed inizialmente non contemplati nel Prospetto, così come indicato nella risposta precedente.</p>	<p><i>Inoltre, in considerazione delle finalità sottese all'inserimento delle paragrafo “Avvertenze per l'Investitore”, le indicazioni fornite nella presente Raccomandazione dovranno riguardano altresì le 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. 11971/1999.</i></p>
<p>IV. ACEPI chiede di chiarire se, considerato che le informazioni riportate nel paragrafo avvertenze non integrano il quadro normativo in tema di prospetti, <i>“il</i></p>	<p>Se l'Emittente non ritiene l'aggiornamento informativo rilevante ai fini della redazione di un Supplemento, si esclude l'aggiornamento</p>	<p><i>Si rappresenta che le indicazioni rese nella presente Raccomandazione sostituiscono quanto indicato in merito al paragrafo alle</i></p>

<p><i>menzionato paragrafo possa ritenersi non soggetto ad aggiornamento mediante supplemento nell'ipotesi in cui l'emittente ritenga non rilevante (ai sensi dell'art. 94 c. 7 TUF) l'aggiornamento delle corrispondenti informazioni contenute(in una forma più estesa) nel pertinente paragrafo del prospetto cui le Avvertenze fanno rinvio".</i></p>	<p>unicamente delle Avvertenze per l'Investitore.</p>	<p><i>"Avvertenze per l'Investitore" [..]</i></p>
	<p>Per completezza informativa, si segnala che si è ritenuto opportuno precisare che le indicazioni fornite troveranno applicazione a partire dalle istanze di approvazione di prospetti presentate alla Consob decorsi 30 giorni dalla pubblicazione della presente, inserendo tale specifica nel testo della Raccomandazione.</p>	<p>[..] <i>Le indicazioni fornite troveranno applicazione a partire dalle istanze di approvazione di prospetti presentate alla Consob decorsi 30 giorni dalla pubblicazione della presente.</i></p>

<p>TESTO POSTO IN CONSULTAZIONE</p>	<p>RESPONSABILITÀ</p> <p>[...]</p> <p>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.</p>	
<p>OSSERVAZIONI DEL MERCATO</p>	<p>NOTE DI COMMENTO</p>	<p>TESTO AD ESITO DELLA CONSULTAZIONE</p>
<p>I. ABI ritiene opportuno che sia chiarita più puntualmente la valenza del paragrafo Avvertenze sia ai fini della responsabilità dell'emittente sia rispetto alle altre parti ad esso connesse nel prospetto. A tal proposito chiede di chiarire se nella dichiarazione di conformità agli schemi del regolamento 809/2004, sottoscritta dall'Emittente <i>“si dovrà o meno far menzione della circostanza che il paragrafo sulle “Avvertenze” non è parte integrante di tali schemi, come precisato nella Raccomandazione”</i>.</p> <p>II. ACEPI rileva che sarebbe opportuno chiarire quale sia la valenza del paragrafo Avvertenze ai fini della responsabilità da prospetto ex art. 94 commi 8 e 9 TUF in capo all'emittente, offerente, eventuali garanti ed alle persone responsabili delle informazioni contenute nel prospetto;</p> <p>III. DLA PIPER osserva che appare prioritario chiarire la natura giuridica della responsabilità per le informazioni contenute nel paragrafo Avvertenze. In particolare, stando a quanto esposto nel documento di</p>	<p>In merito a quanto segnalato da ABI, ACEPI e DLA Piper, si evidenzia che la proposta di Raccomandazione non innova il regime di responsabilità da prospetto previsto dall'art. 94, comma 8, del TUF e dall'art. 6 della Direttiva 2003/71/CE.</p> <p>Le “Avvertenze per l'Investitore” svolgono la funzione di richiamare l'attenzione del lettore su talune specifiche e rilevanti situazioni che incidono in modo pervasivo sulla situazione economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale dell'Emittente, tali da produrre effetti significativi sulla continuità aziendale ovvero sull'esercizio dell'attività di impresa o sulle criticità connesse alle caratteristiche specifiche degli strumenti finanziari, in grado di influire sulla recuperabilità dell'investimento proposto o, ancora, sui rischi relativi alla complessità dello strumento oggetto di rappresentazione nel prospetto, cui le “Avvertenze per l'Investitore” fanno necessariamente rinvio in tutte le</p>	

<p>consultazione, non dovrebbe configurarsi la responsabilità da prospetto (ex art 94 TUF) “<i>dal momento che il paragrafo Avvertenze non costituisce parte di esso</i>”.</p> <p>Inoltre qualora si ravvisi una responsabilità specificamente connessa al paragrafo in questione dovrebbe essere chiarito se ed in che misura l'emittente possa essere considerato responsabile qualora si verifichi, durante la vita di uno strumento finanziario emesso a valere sul prospetto, un evento relativo ad un fattore di rischio non indicato in tale paragrafo.</p>	<p>corrispondenti parti e sezioni che, ai sensi dei vigenti schemi regolamentari, compongono tale documento.</p> <p>Stante il quadro giuridico vigente, quindi, la Consob non può affermare un'estensione analogica delle norme speciali in materia di responsabilità da prospetto, fermo restando il dato di fatto che le tematiche oggetto di sintetica esposizione nelle Avvertenze trovano riflesso e approfondimento nel prospetto. Inoltre, giova ribadire che la presente iniziativa non interferisce con l'esercizio dei poteri in materia di emittenti, di offerta al pubblico e ammissione alle negoziazioni, attribuiti alla Consob dal Unico della Finanza e dalla disciplina europea applicabile. Con specifico riferimento al regime di responsabilità della Nota di Sintesi previsto dall'art. 94, comma 10, del TUF e citato in talune risposte alla consultazione (ACEPI), si ribadisce che la Raccomandazione non ha la funzione né la forza giuridica di innovare, interpretare o modificare quanto previsto da detta norma.</p> <p>Inoltre, poiché le Avvertenze sono distinte dal prospetto non si ravvede la necessità di adeguare il contenuto della dichiarazione di conformità agli schemi regolamentari, così come delineato da ABI.</p> <p>Quanto all'eventualità, avanzata dallo studio legale DLA Piper, di una responsabilità del soggetto tenuto alla redazione del prospetto per un evento relativo ad un fattore di rischio non menzionato nelle Avvertenze, si fa rinvio a</p>	
--	--	--

	quanto sopra esposto in tema di responsabilità nonché alle considerazioni sopra rappresentate con riguardo al tema dell'eventuale Supplemento al prospetto (cfr. Sezione 5).	
--	--	--

B) ANALISI DI IMPATTO

Analisi di impatto della Regolamentazione sulla Raccomandazione recante

LINEE GUIDA IN MATERIA DI INSERIMENTO E REDAZIONE DELLE “AVVERTENZE PER L’INVESTITORE”

La Raccomandazione in oggetto si inserisce in un *contesto particolarmente critico*, nel quale la fiducia degli investitori nel buon funzionamento del sistema finanziario è stata segnata da comportamenti patologici e crisi aziendali che hanno prodotto effetti negativi la cui eco si è estesa ben oltre lo specifico ambito in cui tali eventi si sono verificati.

L’intervento in oggetto è volto a *rendere più efficace l’informativa del prospetto nell’ambito di operazioni che possono comportare rilevanti profili di rischio per i risparmiatori*.

Anche le risposte fornite dall’industria e dai consumatori alla “*call for evidence*” svolta dalla Commissione Europea fra settembre e dicembre 2015, al fine di effettuare una valutazione di impatto complessiva sul *framework* normativo riferito al sistema finanziario europeo¹, hanno evidenziato un quadro normativo connotato da profili di criticità sotto il profilo dei presidi informativi.

Tali difficoltà sono in parte connaturate nella definizione di uno strumento la cui consegna non è obbligatoria e al quale si chiede di essere allo stesso tempo *completo e comprensibile*, quindi sintetico e leggibile, a fronte di investitori caratterizzati da un *livello di educazione finanziaria spesso molto bassa*, come sottolineato da ultimo nell’ambito del Rapporto Consob sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, presentato il 13 settembre 2016².

Giova inoltre rammentare che nell’ambito dei lavori di revisione della disciplina prospetti, nell’ottica di rendere il prospetto più fruibile per i destinatari, è emersa l’esigenza di semplificare la struttura del *set* informativo sotto molteplici aspetti.

In particolare, alcune proposte di modifica contenute nella Proposta di Regolamento formulata dalla Commissione Europea relativa al prospetto da pubblicare per l’offerta al pubblico o l’ammissione alla negoziazione di titoli³, sono volte a riformare profondamente il *summary* che costituisce la parte iniziale del prospetto la quale : “*Dovrebbe essere breve, semplice e chiara e di facile comprensione per gli investitori. Dovrebbe essere redatta in un linguaggio chiaro, non tecnico, in modo da presentare le informazioni in modo facilmente accessibile*” e “*Non dovrebbe essere una semplice compilazione di brani del prospetto*”(cfr. considerando 23 della proposta di Regolamento).

¹ Gli esiti della consultazione sono disponibili alla pagina:

http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/financial-regulatory-framework-review/docs/summary-of-responses_en.pdf. In particolare nel par. 3.3 viene segnalato, dall’industria, la ridondanza degli adempimenti informativi, mentre dai consumatori, la necessità di aggiungere agli attuali presidi informativi ulteriori strumenti in grado di accrescere le tutele per gli investitori.

² Il rapporto è disponibile alla pagina <http://www.consob.it/web/area-pubblica/report-famiglie>

³ Cfr. COM(2015) 583 final del 30.11.2015, attualmente in discussione in sede di “trilogo” europeo.

Il legislatore europeo ha inoltre ritenuto opportuno fissare una lunghezza massima della nota di sintesi (6 facciate di formato A4), per assicurare che gli investitori non siano scoraggiati dal leggerla e per spingere gli emittenti a selezionare le informazioni essenziali per gli investitori.

Tale impostazione che sta emergendo in sede comunitaria appare coerente con l'approccio e lo spirito della Raccomandazione in ordine alla necessità che l'investitore acquisisca immediata consapevolezza, sin dalle prime pagine del prospetto, dei più significativi rischi sottesi all'investimento effettuato, ove sussistenti.

Si tratta, in sostanza, di un intervento che intende sopperire alle lacune evidenziate con riferimento alla fruibilità delle informazioni contenute nel prospetto, nelle more che venga perfezionato il processo di revisione della normativa a livello europeo.

Con riferimento all'opzione di non intervento (opzione zero), si evidenzia che, nell'ultimo anno, anche in connessione con la crisi che ha interessato il settore bancario e con il recepimento della “*Bank Recovery and Resolution Directive*”, direttiva n. 2014/59/EU (“BRRD”), un numero rilevante e sempre crescente di prospetti approvati dalla Consob è stato caratterizzato dall'inserimento di Avvertenze nelle pagine iniziali.

Il processo di costituzione di una prassi relativa all'inserimento delle Avvertenze da parte degli emittenti ha comportato un grado di eterogeneità del contenuto delle stesse, rispetto al quale la Raccomandazione fornisce indicazioni utili agli emittenti per standardizzarne il processo e i contenuti. In particolare, da un lato, vengono esplicitati i presupposti per l'inserimento di queste informazioni e, dall'altro, viene offerta una guida alla loro redazione. Essa fornisce pertanto un orientamento volto ad indirizzare e conformare anche l'azione di vigilanza dell'Autorità, al fine di perseguire un trattamento uniforme degli emittenti.

1) Benefici

L'inclusione nella prima pagina del fascicolo del prospetto di “Avvertenze per l'Investitore” ha la finalità di mettere in evidenza aspetti di significativa rischiosità relativi all'Emittente, al settore di attività e agli strumenti finanziari oggetto dell'operazione di offerta/quotazione.

Tale scelta non mira tanto ad aumentare la quantità di informazioni rappresentate nel documento quanto ad *accrescerne la qualità in termini di rappresentazione*.

Le Avvertenze hanno l'obiettivo di stimolare l'investitore ad acquisire gli *elementi più significativi* di rischio prima di ogni altra informazione, tenuto conto che il carico informativo eccessivo (*overload*) può dissuadere dall'affrontare l'onere della lettura del documento, a detrimento della consapevolezza nella scelta di investimento compiuta.

2) Oneri

L'inclusione delle “Avvertenze per l'Investitore” non ha carattere obbligatorio per tutti i prospetti e pertanto *non costituisce un obbligo informativo generalizzato* per gli emittenti strumenti finanziari, essendo previsto nel caso in cui ricorrano le particolari situazioni rappresentate nella Raccomandazione.

Inoltre la raccomandazione *non innova significativamente il quadro* di riferimento, in quanto l'inclusione delle Avvertenze è già stata oggetto della Comunicazione Consob 10 febbraio 2014, n. 0010807 sulle “*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" e un numero rilevante di prospetti approvati negli ultimi anni dalla Consob è stato caratterizzato dall'inserimento di tali informazioni nelle pagine iniziali.

In tale contesto, la Raccomandazione ha il duplice obiettivo di **fornire criteri uniformi** con cui orientare l'attività di inserimento di informazioni all'interno delle Avvertenze e realizzare un'opera di **semplificazione** dello stesso. In tal senso, è possibile rilevare che con la Raccomandazione non vengono introdotti nuovi e rilevanti oneri per gli emittenti.

In linea generale l'onerosità dell'attività in questione è riconducibile alla necessità, ove vengano inserite le "Avvertenze per l'Investitore", di redigere una **sintesi selettiva** di informazioni presenti nel prospetto. Non si richiede pertanto l'inserimento di **nuove informazioni** ma una evidenziazione in forma chiara ed intellegibile di informazioni già presenti nel prospetto, cui si rinvia per una informazione esaustiva. Tale intervento di sintesi può far sorgere una specifica responsabilità per l'emittente/offerente, seppur distinta rispetto a quella scaturente dalla predisposizione del prospetto. Come la Raccomandazione chiarisce, infatti, le Avvertenze costituiscono un atto giuridico distinto e separato rispetto al prospetto e quindi dal loro contenuto non consegue la specifica responsabilità da prospetto. Vi è, inoltre, il rischio "reputazionale" che la presenza delle Avvertenze possa tradursi in uno "svantaggio competitivo" rispetto ad emittenti i cui prospetti sono approvati da altre Autorità europee che non abbiano raccomandato l'inserimento di *warnings* nelle prime pagine del prospetto.

Riguardo a tali profili si può evidenziare come la normativa attualmente vigente già richieda agli emittenti un intervento di sintesi ai fini della redazione del *summary* del prospetto e, come ricordato, il processo di revisione della normativa di settore punta ad accentuare l'efficacia informativa di questa parte iniziale del prospetto.

Coerentemente con tali considerazioni, laddove sia prevista la nota di sintesi e la stessa contenga una descrizione sintetica chiara e diretta dei profili di rischio rilevanti, le informazioni ivi contenute e opportunamente selezionate possono essere utilizzate ovvero essere di ausilio ai fini della redazione delle "Avvertenze per l'Investitore". Ciò potrà consentire di ridurre l'onere in argomento, avendo comunque riguardo alla circostanza che le Avvertenze dovranno costituire una sintesi ragionata dei più significativi profili di rischio, atta a consentire una visione d'insieme degli stessi al fine di favorire l'immediata percezione del rischio che verrebbe ad assumere l'investitore.

In conclusione, si ritiene che, a fronte dei benefici attesi in termini di accrescimento della funzione informativa del prospetto e conseguente incremento del livello di tutela degli investitori, i costi gravanti sugli emittenti risultino proporzionati trattandosi di un intervento di razionalizzazione e sistematizzazione di informazioni già presenti nel prospetto informativo volto ad incrementare la tutela degli investitori.

Tali costi, unitamente ai benefici attesi, saranno peraltro oggetto di monitoraggio ai fini della successiva revisione dell'atto. In particolare i contenuti della Raccomandazione dovranno essere rivalutati nel momento in cui verranno definiti in sede europea i contenuti della nuova regolamentazione sul prospetto.