

Raccomandazione n. 0096857 del 28-10-2016

OGGETTO: 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.

1. Premessa.

Un numero rilevante di prospetti approvati negli ultimi anni dalla Consob è stato caratterizzato dal previo inserimento di informazioni denominate “Avvertenze per l’Investitore” (di seguito anche Avvertenze) nelle quali sono rappresentati particolari profili di rischio 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.

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.

Dette Avvertenze non riportano 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 sono volte 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.

Le Avvertenze restano distinte dal prospetto e, pertanto, non integrano né sostituiscono lo stesso, essendo quest’ultimo l’unico strumento che, come 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”¹.

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 il *set* informativo disponibile per l’investitore.

Ciò premesso, impregiudicati i poteri di cui all’art. 114, comma 5, del D.Lgs. 58/98, nell’ottica di favorire la funzione informativa 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:

¹ 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”).

- (i) alle finalità e ai presupposti sottesi all'inserimento delle "Avvertenze per l'Investitore";
- (ii) ai criteri di presentazione dei contenuti delle stesse.

Sono altresì fornite alcune esemplificazioni, alla luce dell'esperienza maturata in materia, che possono risultare utili nella individuazione dei rischi da inserire nelle "Avvertenze per l'Investitore".

2. Finalità e presupposti sottesi all'inserimento delle "Avvertenze per l'Investitore"

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.

In particolare, i criteri di individuazione dei contenuti da inserire nelle Avvertenze sono rappresentati da:

- 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 d'impresa;
- 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.

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.

Ciò posto, ne consegue che la redazione delle "Avvertenze per l'Investitore" dia specifica contezza, con rinvio alle parti 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.

3. Criteri di presentazione dei contenuti.

Come anticipato, la logica di impostazione e di esposizione dei rischi nell'ambito delle "Avvertenze per l'Investitore" poggia sul presupposto che le stesse possano costituire uno strumento atto a dare risalto, in via immediata, chiara, sintetica e comprensibile, ai più significativi e rilevanti profili di criticità dell'Emittente e dell'investimento proposto, individuati secondo i criteri sopra indicati, al fine di favorire l'immediata percezione del rischio che verrebbe ad assumere l'investitore.

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.

Appare altresì coerente con le finalità indicate che, per favorire la lettura e la comprensibilità per l'investitore nell'elaborazione delle "Avvertenze per l'Investitore", i soggetti interessati:

- 1) riportino i rischi ai quali 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) facciano 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) utilizzino un linguaggio chiaro, conciso e agevolmente comprensibile;
- 4) evitino duplicazioni informative tra i diversi argomenti oggetto di avvertenza;
- 5) adottino una forma discorsiva, evitando, ove possibile, l'inserimento di tabelle e l'utilizzo di acronimi;
- 6) limitino l'estensione delle stesse.

Il rispetto di tali criteri risulta funzionale a perseguire l'obiettivo che le "Avvertenze per l'Investitore" contengano un'informativa compiuta, ancorché sintetica, dell'investimento proposto, tale da consentire una lettura autonoma delle stesse, 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, è coerente con quanto indicato che le "Avvertenze per l'investitore":

- a) siano 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;
- b) riportino la citata denominazione "Avvertenze per l'Investitore" con notevole evidenza grafica;
- c) ricomprendano le informazioni in un riquadro analogo a quello utilizzato nel capitolo dei "Fattori di Rischio";
- 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.

4. Esempificazioni

Di seguito, tenuto conto di quanto sopra indicato, è riportata un'esemplificazione delle principali informazioni da valorizzare in maniera immediata, chiara, sintetica e comprensibile all'interno delle

² Per prima pagina del fascicolo del prospetto deve intendersi la pagina immediatamente successiva alla copertina del prospetto.

“Avvertenze per l’Investitore”, desunte dalla più recente prassi riscontrabile nei prospetti di offerta e/o quotazione approvati dalla Consob.

Tali esemplificazioni non forniscono un elenco esaustivo o vincolante della casistica che può trovare evidenza nelle Avvertenze 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). Ogni valutazione in merito all’individuazione delle informazioni da evidenziare all’interno delle stesse è in capo all’Emittente/Offerente.

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:

- 1) **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 economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale dell’Emittente derivanti dalla mancata realizzazione, integrale o parziale, della stessa;
- 2) **condizioni dell’Emittente** che possano influire in modo pervasivo sulla situazione economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale dello stesso, tali da incidere sulla continuità aziendale dell’Emittente ovvero da determinare significativi effetti sull’esercizio dell’attività di impresa, 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;
 - 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 di risanamento e risoluzione delle crisi di impresa (es. amministrazione straordinaria, procedure previste dalla direttiva 2014/59/UE cd. “*BRRD*”) e 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 segnalatico di un significativo rischio di credito dell'Emittente;
- 3) **provvedimenti 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 economica, patrimoniale, finanziaria e gestionale dell'Emittente;
- 4) **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").

Anche per quanto concerne il Supplemento al Prospetto, appare coerente con gli obiettivi indicati che le "Avvertenze per l'Investitore" siano contenute nella prima pagina del documento in oggetto e non nella copertina del Supplemento stesso e che le stesse contengano 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.

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 adattamenti in ragione dei profili di rischio specifici che possono emergere nel corso dell'attività istruttoria sul prospetto.

5. Ambito di riferimento della Raccomandazione

Le indicazioni contenute nella presente Raccomandazione riguardano sia i prospetti redatti in formato unico (ivi compresi i prospetti di base) sia i prospetti redatti in formato tripartito (Documento di Registrazione, Nota Informativa sugli Strumenti Finanziari, Nota di Sintesi), 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.

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 riguarda altresì i prospetti di offerta di azioni finalizzati alla costituzione di banche, ferma restando per tali operazioni la Raccomandazione Consob n. DEM/11029531 dell'8 aprile 2011³.

Inoltre, in considerazione delle finalità sottese all'inserimento delle "Avvertenze per l'Investitore", le indicazioni fornite nella presente Raccomandazione riguardano altresì le 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. 11971/1999⁴.

Si rappresenta che le indicazioni rese nella presente Raccomandazione sostituiscono quanto indicato in merito alle "Avvertenze per l'Investitore", contenuto nella Comunicazione n. 0010807 del 10.2.2014⁵.

* * *

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.

Le indicazioni fornite troveranno applicazione a partire dalle istanze di approvazione di prospetti presentate alla Consob decorsi 30 giorni dalla pubblicazione della presente.

IL PRESIDENTE
Giuseppe Vegas

³ Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/11029531 dell'8 aprile 2011 "*Prospetti di comitati promotori di costituende società (in particolare banche)*".

⁴ Sul giudizio di equivalenza a prospetto informativo si veda la Comunicazione Consob n. DIE/13037777 del 3.5.2013.

⁵ Cfr. Comunicazione Consob 10 febbraio 2014, n. 0010807 "*Modalità di pubblicazione del prezzo dell'offerta ove questo sia stato omesso dal prospetto, collocazione ed estensione del paragrafo "Avvertenze per l'Investitore" ove inserito nel prospetto*".