



ESMA: NUOVE REGOLE SUI FATTORI DI RISCHIO NELL'OFFERTA PUBBLICA DI TITOLI

ALESSANDRA D'AGOSTINI*

È prevista per il 21 luglio 2019 l'integrale applicazione del Regolamento (UE) 2017/1129, anche noto come *c.d. Regolamento Prospetto*, il quale stabilisce i requisiti relativi alla redazione, approvazione e diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica di titoli, o la loro ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato che ha sede od opera all'interno di uno Stato membro.

Questo intervento, come noto, costituisce un'ulteriore tappa essenziale verso il completamento della *Capital Markets Union*, ovvero il progetto volto a rendere più efficiente il funzionamento del mercato, aiutando le imprese a raccogliere capitali da più fonti di finanziamento differenti presenti nel territorio dell'Unione Europea.

Al fine di incoraggiare un'informativa adeguata e mirata dei fattori di rischio, a seguito della consultazione conclusa il 5 ottobre 2018, il 29 marzo 2019 l'ESMA ha pubblicato il rapporto finale sulle Linee guida previste dall'articolo 16, paragrafo 4 del Regolamento di cui sopra.

Tali provvedimenti, oggetto di espresso mandato conferito dal Legislatore Europeo, andranno ad integrare i quadri di vigilanza adottati dalle *c.d. Autorità Nazionali Competenti*, durante la procedura di autorizzazio-

* dagostini.alessandra@libero.it



ne del *c.d. prospetto d'offerta*, ed in particolare nel corso della revisione della *"specificità e rilevanza dei fattori di rischio e della loro presentazione in categorie"*.

L'esigenza di garantire un'offerta correttamente informata, si riflette sulla struttura formale del Prospetto, il quale è composto da un documento unico, o da tre specifici documenti, denominati: *c.d. documento di registrazione*, ove sono incluse le informazioni relative all'emittente; *la c.d. nota informativa*, contenente le informazioni relative ai prodotti finanziari; ed in ultimo *la c.d. nota di sintesi*, ove sono disposte le informazioni chiave dell'operazione di offerta.

Con riguardo, nello specifico, alle modifiche apportate nella sezione dei *c.d. fattori di rischio*, la *ratio* dell'intervento è rinvenibile nel fatto che la precedente *c.d. "Direttiva prospetto 2003/71/CE"* poteva consentire una divulgazione dei fattori di rischio come mezzo per eludere la responsabilità degli emittenti per le informazioni contenute nel prospetto, senza richiedere, obbligatoriamente, spiegazioni chiare e concise dei rischi inerenti un'emittente o il titolo, con la conseguenza che gli investitori potevano risultare non completamente edotti circa i fattori di rischio ed i pericoli ad essi connessi.

Attualmente, la nuova disciplina integrata dalle Linee Guida emanate dall'ESMA, accende i riflettori sull'importanza della qualità e della chiarezza della divulgazione, garantendo una diffusione dei fattori di rischio basata su una esposizione concisa, comprensibile e analizzabile.

In tal modo, si vuole garantire che gli investitori possano effettuare una valutazione informata dei rischi, prendendo decisioni di investimento con fondato giudizio.

In particolare, come già sottolineato in precedenza, le Linee Guida sono rivolte all'*Autorità Nazionale Competente* nel corso della revisione della *"specificità e rilevanza dei fattori di rischio e della loro presentazione in categorie"*.

Malgrado le apparenze, occorre tener conto dei limiti previsti in capo al potere d'ingerenza che le *Autorità Nazionali Competenti* possono esercitare nel corso della procedura di autorizzazione del prospetto, poiché costoro possono sindacare il profilo spiccatamente redazionale, ma non possono incidere sulla convenienza dell'offerta per gli investitori, non po-



tendo valutare il merito dell'operazione, ma solo la completezza, la coerenza e la comprensibilità delle informazioni.

In sostanza, come più volte ribadito dall'ESMA nel documento di cui si discute, questi criteri, oltre che cumulativi, dovrebbero essere destinati non solo alle Autorità Competenti, ma anche a tutte le persone responsabili della divulgazione dei fattori, dovendo dimostrare, con chiarezza, che il rischio è specifico e rilevante.

Con riguardo alla "*specificità*", l'ANC dovrebbe contestare la pubblicazione di un prospetto qualora la divulgazione di un fattore di rischio non stabilisca un legame chiaro e diretto tra il fattore stesso e l'emittente, il garante o i titoli o se sembra che la divulgazione non sia stata redatta in modo specifico.

Se la specificità relativa all'emittente o al garante può dipendere dal tipo di entità (ad es. Società di avviamento, entità regolamentate, emittenti specializzati, ecc.), la specificità relativa al tipo di garanzia può dipendere, invece, dalle caratteristiche del titolo.

Di conseguenza, se necessario, l'autorità competente dovrebbe chiedere alle persone responsabili del prospetto di modificare tale fattore o di modificarlo in termini più specifici.

Inoltre, dal disposto di cui all'art. 16 del c.d. Reg. (UE) 2017/1129, si rileva, altresì, che ciascun fattore di rischio deve identificare e divulgare un rischio non solo specifico, ma anche rilevante per l'emittente o il garante o i titoli interessati, piuttosto che comprendere semplicemente informazioni generiche.

Nello specifico l'ANC dovrebbe garantire che la rilevanza del fattore di rischio sia chiara dalla divulgazione e, laddove la materialità non sia evidente, contestare l'inclusione del fattore, oppure, se necessario, chiedere che le persone responsabili del prospetto modifichino tale fattore.

L'ESMA ritiene che fornire informazioni quantitative nella divulgazione dei fattori di rischio contribuisca a dimostrarne la rilevanza, anche se tali informazioni possono essere rinvenibili da documenti pubblicati in precedenza, quali le relazioni sulla gestione o i rendiconti finanziari.

Qualora non siano disponibili informazioni quantitative, o non sia appropriato includere tali informazioni nel prospetto, la divulgazione del po-



tenziale impatto negativo dei fattori di rischio dovrebbe essere descritta utilizzando un approccio qualitativo.

In questi termini, in ciascuna categoria dovrebbero essere indicati i rischi più rilevanti valutati dall'emittente, dall'offerente o dalla persona che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, tenendo conto dell'impatto negativo che si potrebbe manifestare sull'investitore.

Di conseguenza, è necessario avvalersi di una divulgazione adeguatamente motivata e che sia coerente con l'ordine dei fattori di rischio più rilevanti, di modo che la categorizzazione e l'ordinamento dei fattori di rischio all'interno di ciascuna categoria sostengano la loro comprensibilità, aiutando gli investitori a capire la fonte e la natura di ogni fattore di rischio divulgato.

Per agevolare i destinatari della disciplina, l'ESMA ha pubblicato un esempio di categorizzazione dei rischi specifici e rilevanti per l'emittente o il garante, sottolineando l'esigenza che il fattore di rischio sia menzionato una volta sola:

- Rischi connessi alla situazione finanziaria dell'emittente;
- Rischi connessi alle attività commerciali e all'industria dell'emittente;
- Rischio legale e normativo;
- Rischio di controllo interno;
- Rischi ambientali, sociali e di governance.

L'Autorità Competente può contestare la presentazione quando vengano utilizzati più di 10 tra categorie e sottocategorie; tuttavia, tale numero può variare a seconda del tipo di prospetto e di titolo.

Laddove l'inclusione di un linguaggio attenuante comprometta la rilevanza del fattore, l'autorità competente dovrebbe impedirne l'adozione.

La ragione di ciò si riconduce all'esigenza di evitare che l'investitore possa essere deviato sulla reale portata dell'impatto negativo di un fattore di rischio o della sua probabilità di accadimento, al punto tale da non essere più chiaro se sussiste o meno un rischio materiale residuo.



In tal caso, l'Autorità dovrebbe richiedere un linguaggio mitigato, indicando all'emittente l'insieme di strategie volte a ridurre i pericoli connessi alle loro enunciazioni.

In ultimo, con riguardo alla presentazione della *c.d. nota di sintesi*, quale strumento utilizzato per racchiudere le informazioni chiave dell'offerta, non è necessario che vengano inclusi tutti i fattori di rischio di ciascuna categoria, anche perché l'autorità competente richiede alle persone responsabili del prospetto di fornire informazioni più mirate e concise, dato che l'inclusione di grandi quantità di informazioni, relative a ciascun fattore di rischio, può oscurare la comprensibilità di un prospetto.

In definitiva, si tratta di un complesso di regole finalizzate ad incoraggiare una divulgazione appropriata, mirata e più snella dei fattori di rischio, in una forma facilmente analizzabile, concisa e comprensibile, lasciandone la concreta determinazione in mano alla discrezionalità dell'emittente o del garante e della sua personale valutazione circa la gravità dei rischi che possono incidere sull'investimento.

Consapevole delle molteplici sfaccettature della realtà finanziaria, l'ESMA ha optato per un linguaggio che punta alla chiarezza e alla semplificazione, tenendo conto del fatto che il destinatario della normativa è un investitore comune, "ancorché sufficientemente avveduto".

In conclusione, dall'analisi del rapporto finale sulle *c.d. Linee guida* emanate dall'ESMA, si deduce che i provvedimenti discussi costituiscono un ulteriore strumento di tutela per l'investitore, contro il fenomeno delle asimmetrie informative che grava sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari, senza andare a comprimere del tutto il potere di selezione dei fattori di rischio che è a capo alle persone responsabili del prospetto.