



**INDAGINE CONOSCITIVA SULLA SEMPLIFICAZIONE E  
SULLA TRASPARENZA NEI RAPPORTI CON GLI UTENTI NEI  
COMPARTI FINANZIARIO, BANCARIO E ASSICURATIVO**

---

*Commissione parlamentare per la semplificazione*

**Audizione**

del Commissario CONSOB  
**Prof.ssa Anna Genovese**

*Roma, 22 novembre 2016*

Signor Presidente, Onorevoli Senatori, Onorevoli Deputati,

a nome dell'Autorità che rappresento, ringrazio questa Commissione parlamentare per l'invito a partecipare al ciclo di audizioni nell'ambito dell'Indagine conoscitiva sulla semplificazione e sulla trasparenza nei rapporti con gli utenti nei comparti finanziario, bancario e assicurativo.

La CONSOB ritiene l'incontro un'occasione preziosa per illustrare ruolo, competenze e sensibilità dell'autorità di controllo sui mercati finanziari in materia di semplificazione e trasparenza e anche per contribuire alla definizione di linee di azione pubblica finalizzate a migliorare i servizi resi dai professionisti agli utenti del comparto finanziario.

Il mio intervento si aprirà con una premessa sui margini entro cui si può avere semplificazione e trasparenza nella documentazione informativa di operazioni di investimento. A ciò farà seguito una illustrazione delle iniziative assunte, degli approfondimenti in corso e delle variabili, di diversa natura, che stanno orientando l'azione dell'Istituto in questi ambiti.

\* \* \*

Come noto, il prodotto finanziario nasce per fornire pronte e nel contempo diversificate risposte di mercato a svariati bisogni di reperimento, dal lato investimenti, e di impiego utilitaristico, dal lato risparmio, dei capitali. La complessità della documentazione informativa sul prodotto finanziario riflette dunque la complessità e la versatilità della funzione economica nonché la modularità della struttura del prodotto finanziario. La complessità di tale documentazione è anche conseguenza dell'articolato fascio di responsabilità, diritti e prerogative che fanno capo alle parti dello scambio - prodotto finanziario contro capitale - nonché agli intermediari dello scambio. Specifiche complessità possono originare anche dalla vigilanza pubblica sui mercati finanziari che, per consolidato approccio, punta a ridurre il più possibile le asimmetrie informative e può generare complessità, anche documentale, ponendo a carico delle imprese oneri amministrativi e di conformità che, quand'anche necessari e proporzionati, determinano copiosa documentazione precontrattuale e contrattuale.

Sicché va subito evidenziato che una qualche complessità della documentazione informativa sul prodotto finanziario è incomprimibile e ineliminabile. La stessa trasparenza informativa sul prodotto, che è servente alla sua compiuta rappresentazione e che trova origine nella regolazione in quanto strumento per ridurre le asimmetrie informative sul prodotto e sull'emittente, genera complessità

documentale (cfr. Documento Tecnico, par. 1.). Ciò vale sempre e soprattutto nell'attuale fase di mercato in cui tutti gli emittenti affrontano le sfide e le incertezze di una fase economica matura e travagliata e i bassi tassi di rendimento stimolano l'ingegneria finanziaria a offrire prodotti sempre più elaborati per soddisfare la domanda di maggiori rendimenti. In tali condizioni, non esistono prodotti finanziari che si possono descrivere senza fare ricorso a nozioni tecniche, le quali sono comprensibili solo da chi abbia almeno alcune conoscenze base di economia e le quali sono utili solo a chi orienti in modo razionale le proprie scelte economiche.

Un altro elemento di rilievo va segnalato in premessa: l'orizzonte europeo e la libera circolazione dei capitali ampliano le dimensioni del mercato, dell'offerta e della domanda, e tuttavia depotenziano, quando non precludono del tutto, la praticabilità, in questa come in altre materie, di iniziative di perimetro nazionale.

Infine, ma non ultimo per importanza, preme a CONSOB sottolineare già in premessa che la protezione del risparmio delle famiglie da rischi eccessivi o impropri non discende solo da una informazione semplice e trasparente sul rischio medesimo, ma anche dal comportamento di intermediari e gestori prudenti, professionali e dinamici.

L'esistenza dei vincoli e del limite richiamati non significa che la regolazione, come la produzione, la distribuzione e la commercializzazione al dettaglio dei prodotti finanziari non possano e non debbano, nei modi propri, farsi carico di istanze di semplificazione e trasparenza. Non solo perché i mercati finanziari evolvono e l'evoluzione può essere guidata verso obiettivi desiderabili, ma anche perché l'attualità ha fatto emergere diffuse istanze in tal senso.

\* \* \*

Va da sé che la produzione e la distribuzione di prodotti finanziari relativamente semplici – e pertanto caratterizzati da una documentazione descrittiva altrettanto semplice – è una opzione che l'industria può cogliere, con i limiti sopra evidenziati, per ampliare la gamma della propria offerta. Va da sé anche che varie “buone pratiche” nella commercializzazione al dettaglio di prodotti finanziari – i.e. intermediazione – sono sempre, in una certa misura, eligibili e praticabili dal professionista. La prima risposta alle istanze di semplificazione e trasparenza, quindi, può essere una risposta di mercato capace di intercettare e soddisfare bisogni che la clientela esprima in tale direzione. Tuttavia, tale risposta potrebbe, per varie cause, non essere soddisfacente.

Vi possono essere e sovente vi sono infatti situazioni nelle quali l'autonomia decisionale del professionista non viene usata al meglio o perché vengono fatte prevalere esigenze di stabilità o di redditività a breve o perché le politiche commerciali perseguite sono opportunistiche e miopi o perché la pressione concorrenziale comprime i margini delle scelte. La risposta di mercato quindi potrebbe essere inferiore a quella necessaria.

Inoltre, non si può pensare che la regolazione del mercato finanziario non debba stare al passo con le esigenze che registra. Alcuni recenti fatti di cronaca finanziaria hanno messo in discussione modelli consolidati. Non si può escludere che la copiosità e la complessità della documentazione informativa sul prodotto finanziario, sebbene obbligatoria per dare trasparenza secondo i dettami della legge nazionale ed europea in materia, possa limitare la fruibilità dell'informativa medesima. Un prospetto informativo di centinaia di pagine contiene tante utili informazioni che però, per mole e per tecnicità di contenuti, possono disincentivarne la lettura da parte dell'investitore non professionale che, in tal modo, rinuncia a ogni vaglio diretto sulle caratteristiche dell'operazione.

Una risposta a tali istanze quindi può anche essere pubblica, e segnatamente di regolazione amministrativa, per la connotazione tecnica che deve rivestire. L'utilità della risposta c'è specie in quanto ciò, come nella congiuntura presente, sia considerato in grado di ripristinare la componente "fiducia" nel sistema finanziario e di far crescere il mercato finanziario in modo sano ed equilibrato. Da questa crescita, infatti, oggi potrebbero trarre beneficio anche fasce di popolazione esposte a nuove fragilità e bisognose di attivare idonei programmi di risparmio e impiego, anche per avere maggiori certezze sul futuro.

Entro queste coordinate, la regolazione di settore non può trascurare, e CONSOB non sta trascurando, la vigilanza e l'assunzione di iniziative in materia di semplificazione e trasparenza.

In presenza di specifici *alert* come quelli intercettabili nell'ultimo anno, CONSOB ha intrapreso alcune iniziative di vigilanza sulle scelte operate dai professionisti nella predisposizione della informativa documentale sul prodotto (scheda prodotto o equivalente) che non sia (come i prospetti di offerta) già assoggettata a vaglio preventivo e approvazione CONSOB per la pubblicazione. Tali iniziative di vigilanza sono ancora in corso di svolgimento.

Altre iniziative sono state assunte da CONSOB sul versante regolamentare a due livelli, europeo e nazionale.

A livello europeo, dove sono da alcuni anni in cantiere iniziative riformiste che tendono a trovare un miglior equilibrio fra esigenze di trasparenza intesa come completezza informativa ed esigenze di efficacia e fruibilità dell'informativa documentale diretta all'investitore *retail* (cfr. Documento Tecnico, parr. 5.1, e 5.2). A tali iniziative CONSOB partecipa in modo fattivo e secondo le competenze che le assegna l'architettura istituzionale europea. Va sottolineato che la sede europea di soluzione dei problemi richiede, per una autorità finanziaria nazionale, disponibilità alla mediazione e alla cooperazione che dunque c'è e che peraltro CONSOB si sforza costantemente di bene amministrare nella consapevolezza della specificità italiana, che è rappresentata dall'elevato *stock* di risparmio esistente e da tutelare.

A livello nazionale, dove CONSOB di recente ha assunto iniziative regolamentari per accrescere la semplicità e la fruibilità della documentazione descrittiva del prodotto finanziario e destinata all'investitore al dettaglio. Nel vaglio dei presupposti di praticabilità e utilità di tali interventi, CONSOB, ritiene che gli aspetti salienti della questione in definitiva siano due:

1. il perimetro di astratta praticabilità di un intervento regolamentare di questo segno e conseguentemente il suo impatto sul livellamento del terreno di gioco per l'industria nazionale e per il risparmio nazionale, nel contesto europeo;
2. le technicalità di un tale intervento regolamentare, posto che gli elementi qualificanti l'investimento sono dati dal prezzo, dal costo, dal rendimento atteso e dal rischio e posto che almeno per il rapporto rischio/rendimento la semplificazione di informazioni previsionali richiede la traduzione sintetica di informazioni qualitative e diffuse.

Mi accingo, quindi, seguendo la bipartizione indicata, a rappresentare i provvisori esiti di tali riflessioni e quali siano gli elementi di giudizio che hanno informato, e per taluni aspetti catalizzato mentre per altri tenuto sospesa, l'iniziativa dell'Istituto in questo campo.

Il punto 1 attiene al perimetro di astratta praticabilità di tale intervento che è quello definito a partire dalla considerazione dei vincoli di legislazione primaria, europea e nazionale, in materia di prospetto e di sua redazione. Questi documenti di offerta, che CONSOB autorizza ed esamina preventivamente, sono sottoposti a compiuta e inderogabile disciplina di redazione, generalmente derivata da normativa europea di massima armonizzazione che non consente disallineamenti di sorta (cfr. Documento Tecnico, par. 1.2). Da tale considerazione preliminare, e alla luce dei parametri che conformano la produzione regolamentare dell'Istituto, di recente positivizzati con il Regolamento CONSOB concernente i procedimenti per l'adozione

di atti di regolazione generale del 5 luglio 2016, è conseguito un orientamento improntato all'analisi dei costi/benefici di simili interventi.

In tale prospettiva, viene prima di tutto in considerazione il fatto che ogni scostamento normativo perimetrato solo sull'Italia, conformemente alla estensione delle attività vigilate dalla CONSOB, ma non vincolante per la dimensione europea, in regime di libera circolazione dei capitali e dei servizi, può esporre il sistema paese al doppio rischio di penalizzare sia l'industria nazionale sia il risparmio delle famiglie.

Viene inoltre in considerazione il fatto che interventi di normazione secondaria CONSOB sulla documentazione informativa del prodotto finanziario sono possibili solo a costo di ulteriore proliferazione di documentazione regolata (stanti i vincoli posti dalle norme europee di massima armonizzazione in materia di prospetto e di altri documenti obbligatori di offerta).

Viene, infine, in considerazione il fatto che valorizzando la standardizzazione, la trasparenza e la chiarezza della documentazione informativa sui prodotti finanziari si può ottenere, principalmente, un maggiore coinvolgimento e una maggiore responsabilità dell'investitore.

Tale effetto può essere vantaggioso per i risparmiatori solo in un mercato finanziario in cui l'investitore che assumiamo a riferimento è attrezzato culturalmente ed è attivo, ossia incline alla ricerca di mercato e alla comparazione fra offerte. Le evidenze, però, sono in Italia di tutt'altro segno. L'investitore medio, e specie il piccolo risparmiatore, in Italia non ha queste caratteristiche (cfr. CONSOB, *Report on financial investments of italian households*, 2016). Sicché la possibilità che un tale effetto desiderabile sia raggiunto è contenuta e fortemente condizionata dalla contestuale messa in campo di un insieme di misure ausiliarie di educazione finanziaria che sono già in fase di implementazione, anche come iniziative CONSOB, ma che, per conseguire un livello apprezzabile di efficacia, richiedono tempo, risorse e una strategia nazionale integrata. Allo stato, cioè prima che risulti registrato un sensibile incremento di alfabetizzazione finanziaria dell'utenza, potrebbe essere preferibile non riporre eccessive aspettative sul contributo che la trasparenza e la chiarezza della documentazione possono svolgere nel favorire l'assunzione di decisioni di investimento avvedute e consapevoli. Anche da qui la scelta CONSOB di attentamente ponderare interventi determinanti il c.d. disallineamento di terreno di gioco, nella competizione europea, di sicuro impatto oneroso per l'industria italiana dell'intermediazione finanziaria e di dubbio vantaggio per il risparmio e gli investimenti delle famiglie italiane.

Il profilo 2 attiene, più in particolare, ai modelli che consentono di trarre indicazioni semplici e immediatamente percepibili sulle caratteristiche di un prodotto finanziario e che richiedono alcune assunzioni che sottendono scelte di merito su cui, allo stato, si registrano sensibili divergenze. Inoltre, tali scelte, lungi dall'essere neutre, sono dense di ricadute di *policy* di regolamentazione finanziaria. Da qui la scelta di CONSOB, che pure vanta in questo campo esperienze pionieristiche e professionalità di assoluto rilievo, di non trascurare i vantaggi dell'ancoraggio alla sede, alla agenda e alla dimensione europea nella individuazione di soluzioni per la scenaristica e i modelli quantitativi da sottendere alla semplificazione della documentazione informativa sul prodotto finanziario. Ciò anche in considerazione della previsione nel Regolamento europeo sui PRIIPs del 2014 di RTS (*Regulatory Technical Standards*), ossia di norme tecniche di regolazione, da definirsi a livello europeo, per individuare metodologie per il calcolo e la rappresentazione nel KID (*Key Information Document*) dei rischi, degli scenari di rendimento e dei costi (cfr. Documento Tecnico, par. 5.1). Previsione del KID che si aggiunge alla previsione del KIID (*Key Investor Information Document*) degli UCITS, anche esso di derivazione europea e già obbligatorio per altri prodotti finanziari (cfr. Documento Tecnico, parr. 1.3. e 5.2)

Sulla scorta di tali elementi, alcuni interventi di regolazione sono stati avviati e conclusi, altri sono stati sospesi.

Segnatamente CONSOB ha adottato una Raccomandazione diretta a uniformare la redazione delle "Avvertenze" per l'investitore, che precedono il prospetto vero e proprio e sono, con poche pagine, idonee ad incrementare la fruibilità di talune informazioni sui rischi dell'operazione contenute nei prospetti informativi (cfr. Documento Tecnico, par. 6.2).

Con riguardo alle Avvertenze per l'investitore, già considerate nell'ambito di una Comunicazione CONSOB del 10 febbraio 2014, e presenti, da ultimo in un numero sempre maggiore di prospetti, la Raccomandazione del 28 ottobre 2016 detta linee guida di predisposizione con riferimento alle finalità, ai presupposti sottesi all'inserimento e ai criteri di presentazione dei contenuti delle stesse.

Le Avvertenze peraltro, distinte dal Prospetto e non previste dalla relativa disciplina, assolvono, in presenza dei poteri che l'art. 114 comma 5 del TUF attribuisce alla CONSOB, allo scopo di rendere, da parte dell'emittente, immediatamente percepibile la rischiosità dell'investimento, dando informazioni chiare, sintetiche e comprensibili al riguardo. L'iniziativa ha registrato larga condivisione in fase di consultazione e vuole essere un tassello del processo di semplificazione in materia di servizi di investimento potendo le Avvertenze per

l'investitore, come specificato nella Raccomandazione, essere anche d'ausilio agli intermediari nella corretta definizione del *set* informativo da veicolare all'investitore in fase di commercializzazione. Nella Raccomandazione viene, altresì, considerato che l'operazione di investimento ha una dinamica diacronica e dopo il perfezionamento assume la struttura di un rapporto di durata in cui le condizioni di rischio (come, ad esempio, condizioni di recesso, condizioni di liquidabilità, rischio perdita di capitale, rischio futuro incremento costi, possibilità di futuri supplementi e connesse implicazioni in termini di diritto di recesso) presenti all'atto della sottoscrizione possono, in seguito, mutare.

Il profilo è centrale e richiede una razionalizzazione di prassi di mercato a cui intende contribuire la Raccomandazione CONSOB sulle Avvertenze che, per esempio, nella parte in cui si occupa dei Supplementi al Prospetto richiede espressamente che sia data, nelle Avvertenze del Supplemento, adeguata informativa sulle finalità del documento, che per l'appunto è volto a fare sorgere in capo agli investitori un diritto di recesso dall'operazione già sottoscritta.

La stessa connotazione di durata dell'investimento è stata altresì valorizzata dalla CONSOB e dall'ESMA nell'ambito di altre recenti iniziative di vigilanza dirette a far pervenire all'investitore specifica informativa su mutamenti di contesto, ad esempio novità derivanti dal recepimento della Direttiva BRRD, che hanno inciso sulle caratteristiche di rischiosità dell'investimento (cfr. par. 3 e 4).

CONSOB ha esplorato anche altre opzioni di c.d. trasparenza semplice riferite alla scheda prodotto che può entrare in gioco proprio in fase di commercializzazione ovvero collocamento, e già oggetto di considerazione nell'ambito della Comunicazione CONSOB del 2 marzo 2009 relativa alla distribuzione di prodotti finanziari illiquidi. Tale Comunicazione, come noto, raccomanda la trasparenza e fornisce anche criteri per sostanziarla nella scheda prodotto, la cui eventuale adozione e predisposizione compete all'intermediario.

A maggio 2016, tenuto conto dell'evoluzione normativa e anche dell'esperienza maturata in ambito nazionale nonché del dibattito nazionale ed europeo in corso proprio su questi temi, è stata posta in consultazione una Raccomandazione diretta a integrare e rafforzare la Comunicazione- del 2009, nella parte relativa alla scheda prodotto (cfr. Documento Tecnico, par. 6.1). La finalità del documento posto in consultazione è stata anche quella di stimolare i partecipanti a rappresentare, ciascuno dal proprio punto di vista, i pro e i contro delle diverse metodologie per tradurre in linguaggio e segnaletica fruibile ed efficace le complessità, soprattutto in termini di rischio, del prodotto finanziario. La consultazione si è chiusa l'8 giugno 2016 e le osservazioni pervenute sono tutt'ora all'esame degli uffici.



Dopo la chiusura della consultazione, peraltro, il panorama europeo in materia è cambiato con la bocciatura, il 14 settembre 2016, da parte del Parlamento europeo delle proposte di RTS, avanzate dalla Commissione Europea, e che avrebbero potuto fornire elementi su cui calibrare l'iniziativa nazionale in materia di scheda prodotto.

In seguito, come noto, la Commissione Europea, in considerazione dei rilievi formulati dal Parlamento europeo, il 9 novembre 2016 ha disposto il rinvio di un anno, al 1 gennaio 2018, della data di applicazione dell'intera disciplina sui PRIIPs. A seguire, la stessa Commissione Europea ha formulato alcune proposte ad ESMA, EBA ed EIOPA proprio in materia di RTS. L'auspicio è che il rinvio e il riesame tecnico consenta di pervenire a un risultato migliorativo della qualità e dell'efficacia dei modelli di redazione del KID sulla base di RTS più idonei. Intanto, ogni decisione sul seguito della Raccomandazione CONSOB andata in consultazione è sospesa. Non di meno, tengo a precisare che la scelta della CONSOB in questa delicata fase dei mercati, è da considerarsi contingente. CONSOB segue con attenzione gli sviluppi della vicenda e pondera tutti i fattori, incluso il fattore tempo, onde decidere se, quando e come dare seguito alla consultazione avviata a maggio scorso.

\* \* \*

In conclusione: la semplificazione e la trasparenza nei rapporti fra professionisti e utenti del comparto finanziario è una sfida contemporanea a cui CONSOB non si sottrae. Alcune iniziative hanno visto la luce. Altre sono in cantiere e, nei termini che ho illustrato, procedono in modo parallelo e coordinato a livello nazionale ed europeo.

Ma anche altre vie possono essere valorizzate. La maggior digitalizzazione dei processi e dei documenti inerenti il prodotto finanziario potrebbe, ad esempio, contribuire alla semplificazione e alla trasparenza, favorendo, per fasce sempre più larghe di popolazione che usa il *web*, l'accessibilità, la reperibilità e la consultabilità della documentazione in questione. Diverse iniziative ESMA e della Commissione Europea in tal senso sono in fase di elaborazione, (cfr. Documento Tecnico, par. 7).

Il perno della regolamentazione semplificatrice, peraltro, deve essere legato alle finalità della medesima e avere riguardo alle caratteristiche del prodotto e non alla sua etichetta. Da questo punto di vista è molto importante che la regolazione primaria favorisca l'allineamento di discipline e quindi la similarità documentale e la comparabilità sostanziale di tutti i prodotti che soddisfano i medesimi bisogni finanziari, siano essi prodotti finanziari o prodotti finanziari-assicurativi, che penetrano il mercato tramite i medesimi canali distributivi. La legislazione nazionale

dovrebbe perciò, anche per quanto concerne l'assetto della vigilanza, seguire tale criterio, nel solco tracciato con la legge sul risparmio del 2005 e di recente confermato dal recepimento del Regolamento PRIIPs (cfr. Schema di decreto legislativo approvato dal CdM del 9 novembre 2016, in corso di pubblicazione sulla G.U., per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento UE n. 1286/2014, cfr. Documento Tecnico, par. 5.1.1.). Ogni altra ripartizione di competenze di vigilanza, tarata sul profilo industriale dell'emittente, sarebbe disfunzionale e inidonea rispetto alle esigenze di presidi efficienti ed efficaci per il buon funzionamento dei processi che alimentano i mercati finanziari. Operare una divaricazione di assetto di vigilanza fra prodotti finanziari e prodotti finanziari-assicurativi vanificherebbe la maggior parte dei vantaggi che la semplificazione e la trasparenza della documentazione informativa sui prodotti tende a realizzare. Tale allineamento apporta peraltro significativi benefici anche in termini di riduzione di oneri amministrativi e di conformità, che lo stesso soggetto distributore di prodotti fungibili dovrebbe altrimenti sostenere laddove assoggettato a regole di trasparenza e di condotta differenziate.

La domanda di maggiore semplicità e fruibilità della documentazione informativa sul prodotto finanziario va perciò soddisfatta ed è stata dalla CONSOB, presa in carico nei modi e nei termini sopra illustrati. Fermi restando e possibilmente aumentando tutti gli altri presidi, certamente non secondari, che assistono le operazioni di investimento della clientela non professionale e che possono, secondo l'assetto della disciplina denominata MiFID e MiFID II, e, anche sulla scorta di evidenze empiriche di finanza comportamentale, ancora di più contribuire a instaurare relazioni in cui gli intermediari servono al meglio gli interessi della clientela (cfr. Documento Tecnico, parr. 2., 3. e 4.).