

Comunicazione n. DIN/4014197 del 19-2-2004

inviata all'Abi, Aifi, Assogestioni, Assoreti, Assosim, Unionsim e, p.c.: alla Banca d'Italia e alla Borsa Italiana spa

Oggetto: Criteri operativi per la redazione degli annunci pubblicitari concernenti gli OICR chiusi italiani ed esteri offerti in Italia

Premessa

Con la Comunicazione n. DIN/1031371 del 26 aprile 2001, la Commissione diramava i criteri operativi da utilizzare per la redazione degli *“annunci pubblicitari concernenti quote o azioni di OICR italiani ed esteri e di fondi pensione aperti, da chiunque diffusi in Italia”*, al fine di garantire la uniformità delle informazioni destinate al pubblico degli investitori e, quindi, la parità di trattamento degli intermediari.

La definizione di uno *standard* redazionale faceva seguito alla modifica dell'art. 19 del Regolamento CONSOB n. 11971 del 1999, che stabiliva il passaggio dell'attività di vigilanza sugli annunci pubblicitari concernenti OICR e fondi pensione aperti dalla fase antecedente la diffusione degli stessi alla fase successiva. Essa rispondeva *“al duplice obiettivo di assicurare la piena comparabilità delle informazioni contenute nei messaggi pubblicitari, in forza dell'applicazione di criteri oggettivamente definiti ex ante e resi noti al mercato, e di ridurre al minimo i comportamenti sleali degli intermediari, sia italiani che esteri”*.

L'ambito applicativo di tali *standard* redazionali era dichiaratamente esteso a tutti gli annunci pubblicitari concernenti quote o azioni di OICR italiani (punto 1, Comunicazione n. DIN/1031371).

Si è ritenuto necessario, anche alla luce dell'attività di vigilanza, di meglio conformare le regole dettate alle caratteristiche specifiche degli OICR chiusi. La rapida crescita di questo comparto dell'industria del risparmio gestito induce, infatti, a ritenere opportuna una specificazione dei principi già contenuti nella Comunicazione n. DIN/1031371, onde garantire anche nell'ambito dell'attività promozionale relativa a questi prodotti il perseguimento delle menzionate finalità.

Fondi chiusi

I fondi chiusi sono definiti dall'art. 1, comma 1, lett. l), del D.Lgs. n. 58 del 1998 (TUF), in relazione al diritto di rimborso delle quote, esercitabile solo *“a scadenze predeterminate”*, a differenza dei fondi aperti, i cui partecipanti hanno diritto di chiedere il rimborso *“in qualsiasi tempo”*.

Essi si caratterizzano, quindi, per avere un patrimonio inizialmente predefinito (variabile per effetto delle normali variazioni di valore, commesse all'apprezzamento/deprezzamento dei beni che lo costituiscono, e di entità, connesse all'attività di gestione, nonché eventualmente per effetto delle nuove sottoscrizioni e dei nuovi rimborsi a scadenze predeterminate, consentiti dalle

recenti innovazioni normative introdotte in materia), suddiviso in un numero predeterminato di quote.

Le quote possono essere sottoscritte, nei limiti della disponibilità, solo durante la fase di offerta (limitata temporalmente) ed il rimborso avviene di norma solo alla scadenza, ferma la possibilità di acquistarle o venderle in un mercato regolamentato nel caso siano ivi negoziate.

La forma chiusa è normativamente imposta a quei fondi il cui patrimonio sia investito in strumenti finanziari non quotati in un mercato regolamentato (c.d. **fondi mobiliari chiusi**) (1), ovvero in beni immobili, diritti reali immobiliari e partecipazioni in società immobiliari (c.d. **fondi immobiliari chiusi**) (1).

La scelta di non consentire ai partecipanti il rimborso delle quote se non con frequenza predeterminata è evidentemente connessa alla minore facilità di smobilizzo degli *asset* in cui il patrimonio di un fondo chiuso è investito.

L'attività pubblicitaria

La recente crescita del numero dei fondi chiusi di diritto italiano e dei relativi patrimoni gestiti ha dato luogo ad un'intensificazione dell'attività pubblicitaria concernente tali prodotti, in particolare i fondi immobiliari. E ciò anche attraverso la rappresentazione delle *performance* conseguite dai prodotti presenti sul mercato. Sul tema vengono di seguito formulate alcune considerazioni preliminari.

La peculiare natura "chiusa" dei fondi in questione necessariamente impatta sulle forme in cui si manifesta l'attività pubblicitaria, posto che i fondi chiusi non consentono la sottoscrizione continuativa delle quote.

La possibilità di rimborso solo a scadenze predeterminate, nonché l'eventuale negoziazione su un mercato regolamentato rendono, peraltro, del tutto peculiare l'attività pubblicitaria effettuata attraverso la rappresentazione delle *performance* conseguite dai fondi chiusi. Occorre, infatti, tener presente come le plusvalenze evidenziate nei *report* periodici di tali fondi siano stimate (e quindi potenziali o latenti), derivando esclusivamente dall'apprezzamento di beni e valori detenuti in portafoglio, effettuato da esperti valutatori a cadenze periodiche e in base a criteri predeterminati. Il singolo sottoscrittore potrà beneficiare delle utilità generate dalla gestione, con la realizzazione delle plusvalenze, solo attraverso il rimborso direttamente a valere sul patrimonio del fondo e, quindi, solo alla scadenza del termine di durata del fondo, ovvero alle altre scadenze predeterminate dal regolamento di gestione del fondo in occasione del riconoscimento ai sottoscrittori del diritto al rimborso anticipato

¹ Purché in misura superiore al 10% e purché si tratti di strumenti finanziari diversi dalle quote di OICR aperti. Cfr. art. 12, d.m. 228/99 per definire in modo più completo i fondi chiusi mobiliari.

² Purché di norma in misura superiore ai due terzi del valore complessivo del fondo.

Invero, la forma chiusa è imposta dall'art. 12, comma 1, d.m. 228/1999 anche a tutti i fondi comuni il cui patrimonio venga investito in "*crediti e titoli rappresentativi di crediti*" (art. 4, comma 2, lett. e), nonché negli "*altri beni per i quali esiste un mercato e che abbiano un valore determinabile con certezza con una periodicità almeno semestrale*" (art. 4, comma 2, lett. f). Cfr. art. 12-bis, d.m. 228/99 per definire in modo più completo i fondi chiusi immobiliari.

delle quote a fronte di disinvestimenti, o in sede di distribuzione dei proventi⁽¹⁾).

Non va dimenticato, infatti, che l'esperienza relativa ai fondi chiusi, oggi quotati, ha mostrato - a fronte di volumi negoziati sul mercato estremamente bassi - un consistente scarto tra il prezzo di mercato e il valore patrimoniale della quota (c.d. *market discount*) (1).

La stessa natura dei fondi chiusi attribuisce all'investimento in questi particolari prodotti di risparmio gestito un orizzonte temporale di lungo periodo. Va considerato, infatti, che tali prodotti si caratterizzano per una scadenza di norma variabile tra i dieci e quindici anni (fatta, peraltro, salva la possibilità di proroga eventualmente concessa alla società di gestione). La minore facilità di liquidazione, che caratterizza gli investimenti in beni immobili ovvero in società non quotate, necessariamente sposta sul lungo periodo l'orizzonte temporale dell'investitore⁽¹⁾). Nella rappresentazione a fini promozionali delle *performance* conseguite dai fondi chiusi deve, pertanto, riflettersi l'orizzonte temporale che caratterizza l'investimento.

Criteri generali I criteri generali per la predisposizione di annunci pubblicitari contemplati nell'art. 17 del Regolamento CONSOB n. 11971 del 1999 e dettagliati nelle regole nn. 3, 3.1, 3.2, 3.3 e 3.4 della Comunicazione n. DIN/1031371 rimangono applicabili anche in tema di fondi chiusi. Pertanto, l'annuncio pubblicitario non deve risultare ingannevole per l'investitore (3); le informazioni espone negli annunci pubblicitari devono essere coerenti con quelle riportate nel prospetto informativo (3.1); devono essere indicate le fonti dei risultati di statistiche, studi ed elaborazione dati riportati nell'annuncio pubblicitario; le affermazioni di preminenza potranno essere adoperate solo se fondate su dati oggettivi e documentabili (3.3); negli annunci pubblicitari potranno costituire oggetto di comparazione solo prodotti caratterizzati da parametri di rischio-rendimento omogenei (3.4).

Con particolare riferimento all'obbligo di riportare in ogni annuncio pubblicitario l'avvertenza alla lettura della documentazione d'offerta (3.2), si sottolinea quanto segue:

- **nell'ipotesi in cui la sollecitazione** (eventualmente anche successiva alla prima) **del fondo chiuso sia in corso, va riportata l'avvertenza "prima**

³ A condizione che le plusvalenze realizzate con la vendita dei beni non siano reinvestite.

⁴ Per i fondi mobiliari chiusi quotati il *market discount* si è attestato nel 2002 su un valore medio pari al 24%, con punte del 37,54% (valore determinato come differenza della media del valore delle quote dei singoli fondi riveniente dai rendiconti annuali e semestrali al 30 dicembre 2001, 30 giugno 2002 e 31 dicembre 2002 e la media dei valori delle quotazioni giornaliera di mercato degli stessi fondi nel periodo 1 gennaio – 31 dicembre 2002). Invero, tale minusvalenza va considerata ipotetica in quanto il rimborso diretto da parte della SGR, e quindi parametrato al NAV, non è in nessun modo ottenibile nel momento in cui le quote vengono dismesse sul mercato secondario. L'assunto presupposto è che, anche alla scadenza del fondo, il NAV risulti superiore al prezzo a cui si è precedentemente venduto.

⁵ Né la possibilità di dar luogo a rimborsi anticipati rispetto alla naturale scadenza dei fondi ora riconosciuta dall'art. 14 del D.M. n. 228 del 1999 pare in sé idonea a mitigare la natura di lungo periodo dell'investimento in quote di fondi chiusi.

dell'adesione leggere il prospetto informativo”;

- **nell'ipotesi in cui il fondo sia negoziato su mercati regolamentati, gli annunci pubblicitari devono riportare l'avvertenza “prima dell'acquisto leggere il prospetto di quotazione (o, in alternativa, il prospetto informativo corredato della nota integrativa di quotazione), nonché la documentazione contabile pubblicata più recente”;**
- **nell'ipotesi in cui la sollecitazione del fondo chiuso sia conclusa e il fondo non abbia ancora richiesto (ovvero non richieda) l'ammissione delle quote alla negoziazione, gli annunci pubblicitari dovranno riportare l'avvertenza “prima dell'acquisto leggere il prospetto informativo e la documentazione contabile pubblicata più recente”.**

Una simile avvertenza consente di richiamare l'attenzione dell'investitore interessato all'acquisto sul mercato delle quote del fondo chiuso sulla necessità di leggere i documenti d'offerta pubblicati.

Non va dimenticato, infatti, che l'acquisto di un fondo anche se effettuato sul mercato secondario comporta necessariamente l'adesione del singolo investitore ad un mandato collettivo di gestione.

E anche nell'ipotesi in cui le informazioni contenute nel documento d'offerta in sé considerato risultino superate - non potendo esse ricevere nel tempo i necessari aggiornamenti, come invece accade per i prospetti di sollecitazione dei fondi mobiliari aperti - rimane comunque necessaria per l'investitore la lettura del regolamento di gestione portato in allegato al documento di offerta/quotazione, del rendiconto annuale che fornisce indicazioni utili per l'attività di gestione concretamente posta in essere e degli altri documenti resi disponibili secondo le forme di pubblicità indicate nel regolamento stesso (ossia, relazione di stima dei beni immobiliari conferiti, acquistati o venduti da/a soggetti in conflitto di interessi; atti di conferimento, acquisto o cessione dei beni, soggetti conferenti, acquirenti o cedenti e relativo gruppo di appartenenza, ecc.).

Illustrazione di rendimenti conseguiti

Anche le previsioni in tema di illustrazione dei rendimenti conseguiti e di altri dati contenute nell'art. 18 del Regolamento CONSOB n. 11971 del 1999 sono in gran parte applicabili anche ai fondi chiusi. Pertanto, i rendimenti devono essere riportati al netto degli oneri fiscali ovvero, se ciò non è possibile, occorre indicare con adeguata evidenza che sono al lordo degli oneri fiscali (regola 4.1 della Comunicazione n. DIN/1031371).

L'annuncio pubblicitario che espone i rendimenti conseguiti⁽¹⁾ deve, tuttavia, riportare in luogo dell'avvertenza “non vi è garanzia di ottenere uguali

⁶ Le *performance* vanno calcolate utilizzando criteri idonei al fine di considerare i proventi distribuiti.

rendimenti per il futuro” (4.2), la seguente avvertenza: “I rendimenti illustrati sono frutto di stime economiche effettuate da esperti valutatori indipendenti. Il diritto al rimborso potrà essere esercitato solo alla/e scadenza/e e alle condizioni predeterminate nel regolamento di gestione del fondo”.

A differenza di quanto accade per gli altri prodotti di gestione collettiva, la rappresentazione dei rendimenti dei fondi chiusi può non essere accompagnata dall’esposizione del rendimento conseguito dal *benchmark* nel medesimo periodo di riferimento (4). Ciò in ragione della sostanziale inapplicabilità ai fondi chiusi dell’obbligo di indicazione del parametro oggettivo di riferimento al quale commisurare i risultati della gestione, previsto dall’art. 50 del Regolamento CONSOB n. 11522 del 1998.

Negli annunci pubblicitari può farsi riferimento a quello che nella prassi comune è definito “obiettivo di risultato minimo” esclusivamente con riferimento al calcolo del *carried interest*, ovvero della “commissione di *overperformance*” spettante alla SGR in sede di riparto del risultato netto di gestione ottenuto alla scadenza del fondo.

L’indicazione di un “risultato minimo” *tout court* risulta, in verità, fuorviante. Tale espressione, infatti, deve essere finalizzata alla evidenziazione di un *target* di rendimento, quale componente del meccanismo di remunerazione dell’attività della società di gestione, e non può essere in alcun modo utilizzata per suscitare nell’investitore una aspettativa di ottenere tale rendimento a scadenza.

In ogni caso la *performance* rappresentata va calcolata in relazione al *Net Asset Value* del fondo. Non possono essere utilizzate al fine del calcolo dei rendimenti conseguiti i prezzi di mercato delle quote dei fondi.

La *performance* realizzata da un fondo chiuso non può essere rappresentata per promuovere la raccolta di altri fondi, della stessa o di altra natura, istituiti e gestiti dalla medesima società. Ogni fondo chiuso costituisce, infatti, una entità autonoma dotata di una propria specifica politica d’investimento ovvero, comunque, di *assets* specifici.

Rappresentazioni Necessarie dei rendimenti

La caratterizzazione di lungo periodo dell’investimento in fondi chiusi rende indispensabile evitare l’enfaticizzazione di *performance* calcolate su intervalli temporali non coerenti con l’orizzonte temporale proprio dell’investimento in parola. Pertanto, l’annuncio pubblicitario deve contenere i seguenti dati numerici e/o rappresentazioni grafiche relativi ad intervalli temporali definiti con cadenza semestrale (ovvero con la diversa frequenza corrispondente alla valorizzazione del fondo):

Dati numerici:

A. Rendimento medio annuo composto del fondo/linee di investimento

relativo agli ultimi cinque anni decorsi dalla fine del semestre contabile concluso più prossimo alla data di diffusione dell'annuncio. Se tali dati non sono ancora disponibili è riportato il rendimento medio annuo composto per il minor periodo di disponibilità, comunque non inferiore a ventiquattro mesi dal termine del periodo di richiamo degli impegni.

In alternativa al rendimento medio annuo composto possono essere esposti i dati con riferimento a ciascuno degli anni considerati.

Rappresentazioni grafiche:

B. Grafico lineare o istogramma dei rendimenti degli ultimi cinque anni decorsi alla fine del semestre contabile concluso più prossimo alla data di diffusione dell'annuncio. Se tali dati non sono disponibili è possibile rappresentare i rendimenti per il minor periodo di disponibilità, comunque non inferiore a ventiquattro mesi dal termine del periodo di richiamo degli impegni.

**Rappresentazioni
eventuali
dei rendimenti**

In aggiunta alle rappresentazioni necessarie è possibile pubblicizzare i rendimenti riferiti a multipli di 12 mesi decorsi alla fine del semestre contabile concluso più prossimo alla data di diffusione dell'annuncio. L'arco temporale di riferimento deve essere sempre indicato nell'annuncio.

**Particolari modalità
di rappresentazione
delle performance**

Rimangono applicabili agli annunci pubblicitari in tema di fondi chiusi le regole dettate dalla Comunicazione n. DIN/1031371. Pertanto, i rendimenti non possono essere riferiti ad aggregati di fondi o comparti con profili di rischio-rendimento non omogenei (*sub 6*).

Mentre l'esposizione di dati comparativi di rendimenti risultanti dalla predisposizione di classifiche può avvenire a condizione che sia almeno indicato il periodo di osservazione, pari a 24 mesi o multipli di 12 se superiori (**6.1**).

**Altre forme
di comunicazioni volontarie
agli investitori
a contenuto
promozionale**

Le comunicazioni volontarie a contenuto promozionale (quali *newsletter*, *report* periodici, pagine *web...*), ove contengano rappresentazioni di rendimenti, devono uniformarsi ai criteri sopra indicati.

Nell'ipotesi in cui vengano forniti dettagli della composizione del patrimonio del fondo, occorre evidenziare gli specifici fattori di rischio che caratterizzano gli *asset* detenuti in portafoglio (cfr. Comunicazione n. DIN/1031371 *sub 7.1*). In ogni caso, le comunicazioni volontarie a contenuto promozionale devono essere redatte in modo chiaro predisponendo, nel caso di utilizzo di termini

tecnicamente, un'apposita legenda o, per i siti *Internet*, modalità di rapida consultazione (7.2).

I più ampi margini di libertà operativa attribuiti dagli *standard* operativi già dettati per i fondi aperti alle c.d. "comunicazioni volontarie" sono riconosciuti anche in relazione ai fondi chiusi, in quanto possibile e in relazione al livello di compatibilità strutturale del singolo fondo chiuso rispetto al fondo aperto.

IL PRESIDENTE
Lamberto Cardia