

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

DOCUMENTO TECNICO AUDIZIONE CONSOB - 22 novembre 2016

INDICE

1. LA DISCIPLINA IN MATERIA DI DOCUMENTI DI INVESTIMENTO

1.1 La disciplina del prospetto informativo

1.2 Le offerte relative a prodotti finanziari di cui al punto 1)

1.3 Le offerte relative a prodotti del risparmio gestito

1.4 Le offerte relative a prodotti finanziari assicurativi

2. L'INFORMATIVA NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO

2.1 La Direttiva MiFID: criteri generali di comportamento nello svolgimento dei servizi e delle attività di investimento nel TUF.

2.2 (segue) la graduazione del sistema di tutela del cliente.

2.3 La trasparenza del rapporto intermediario/cliente alla luce della MiFID II.

3. GLI INTERVENTI CONSOB IN TEMA DI INFORMATIVA ALLA CLIENTELA

4. GLI INTERVENTI ESMA IN MATERIA DI INFORMATIVA ALLA CLIENTELA

5. RECENTI SVILUPPI IN AMBITO COMUNITARIO

5.1 Il Regolamento PRIIPs

5.1.1. Adeguamento della disciplina nazionale al Regolamento PRIIPs

5.2 La revisione della Direttiva prospetto

6. LE INIZIATIVE DI REGOLAZIONE CONSOB DEL 2016 IN MATERIA DI SEMPLIFICAZIONE E TRASPARENZA DEI DOCUMENTI DI INVESTIMENTO

6.1 Raccomandazione sulle “informazioni-chiave” da fornire nell’ambito della distribuzione di prodotti finanziari

6.2 Raccomandazione sul contenuto del paragrafo “Avvertenze per l’investitore” riportato nei prospetti informativi

7. LA DIGITALIZZAZIONE DELLA DOCUMENTAZIONE DI INVESTIMENTO

1. LA DISCIPLINA IN MATERIA DI DOCUMENTI DI INVESTIMENTO

1.1 La disciplina del prospetto informativo

La finalità della disciplina dell'offerta al pubblico consiste nell'assicurare agli investitori la disponibilità di informazioni che, per qualità e quantità, possano considerarsi adeguate al fine della formulazione di un giudizio "fondato" sull'investimento proposto.

Lo strumento a tal fine utilizzato è rappresentato dal prospetto informativo.

In base alla disciplina dettata dal TUF, il prospetto deve contenere, in una forma facilmente analizzabile e comprensibile, tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire a un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.

Il TUF disciplina diversamente il contenuto del prospetto a seconda dell'oggetto dell'offerta.

Essa, in particolare, distingue tre regimi, i cui principi di fondo sono analoghi e si differenziano per una serie di profili applicativi:

1. il primo regime attiene alle offerte al pubblico di «*strumenti finanziari comunitari*»¹ e di prodotti finanziari non rappresentativi di capitale, diversi dalle quote o azioni di OICR aperti (Sezione I, Titolo II, Parte IV, del TUF);
2. il secondo è rappresentato dalle offerte al pubblico di quote o azioni di OICR aperti (Sezione II, Titolo II, Parte IV, del TUF);
3. un regime particolare, infine, riguarda i prodotti finanziari assicurativi.

1.2 Le offerte relative a prodotti finanziari di cui al punto 1)

Con riguardo alla prima tipologia di operazioni, l'art. 94 TUF stabilisce che lo svolgimento delle operazioni di offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita è subordinata alla pubblicazione di un prospetto d'offerta. A tal fine, coloro che intendono effettuare un'offerta al pubblico ne danno preventiva comunicazione alla CONSOB, allegando il prospetto destinato alla pubblicazione. Ai fini della approvazione, CONSOB verifica la completezza del prospetto, ivi inclusa la coerenza e la comprensibilità delle informazioni fornite e lo approva secondo la modalità previste dal Regolamento Emittenti.

¹ Si tratta dei prodotti rientranti nel campo di applicazione della Direttiva Prospetto (2003/71/CE), definiti dall'art. 93-bis, comma 1, lett. a) TUF come «*i valori mobiliari e le quote di OICR chiusi*».

Se l'offerta ha ad oggetto «*strumenti finanziari comunitari*», il prospetto è redatto in conformità agli schemi previsti dai regolamenti europei che disciplinano la materia.

La disciplina europea rilevante in materia è il Regolamento (CE) n. 809/2004, come modificato e integrato dai Regolamenti Delegati (UE) n. 486/2012 e n. 862/2012. Si tratta di una disciplina di armonizzazione massima che fissa in dettaglio il contenuto *standard* obbligatorio dei prospetti, prevedendo altresì, nell'ipotesi dei prospetti di base, un elenco di informazioni “supplementari” che possono essere inserite nelle condizioni definitive, su base volontaria se ritenute utili per gli investitori.

Per effetto del Regolamento Delegato n. 486/2012 si è dunque definito, nell'insieme, un quadro prescrittivo, relativo al contenuto della documentazione di offerta, rigoroso e stringente, la cui *ratio* è da rinvenirsi nella volontà di spostare al livello europeo la valutazione circa le informazioni da inserire nella documentazione d'offerta a tutela degli investitori, ridurre gli oneri amministrativi per gli emittenti e aumentare l'efficienza del regime di “passaportazione” del prospetto, nell'ottica di una più agevole comparabilità da parte degli investitori degli strumenti finanziari comunitari offerti. In altri termini, il legislatore europeo, nell'ottica di favorire le offerte su base *cross-border* di strumenti finanziari ha inteso definire in dettaglio il contenuto dei prospetti, compiendo *ex ante* una scelta sull'essenzialità e sulla rilevanza dei dati informativi utilizzabili dall'investitore per l'effettuazione di una consapevole scelta d'investimento.

La disciplina vigente consente all'emittente o all'offerente di redigere il prospetto nella forma di un unico documento o di più documenti distinti. Nel primo caso, le informazioni richieste dagli schemi regolamentari previsti per ciascuna parte del prospetto sono riunite in un unico documento soggetto ad approvazione (assumendo la forma del prospetto c.d. *stand alone*, relativo generalmente a una singola emissione di strumenti, ovvero del prospetto di base, relativo ad un programma d'offerta per prodotti *non-equity*), mentre nel secondo caso le informazioni richieste dagli schemi sono suddivise in un documento di registrazione, una nota informativa sui strumenti offerti e una nota di sintesi (questa forma di prospetto c.d. “tripartito” non è ammesso per programmi d'offerta di prodotti *non-equity*).

Per quanto attiene ai contenuti di dettaglio del prospetto, quello “unico” è diviso in più parti (artt. 25 e 26 del Regolamento n. 809/2004): 1) un indice chiaro e dettagliato; 2) la nota di sintesi; 3) i fattori di rischio legati all'emittente e al tipo di strumento finanziario oggetto dell'emissione; 4) gli altri elementi di informazione previsti dagli schemi in base ai quali il prospetto viene redatto.

Per quanto riguarda gli elementi informativi del prospetto unico previsti dagli schemi con riguardo all'emittente, il prospetto identifica le persone responsabili per l'informativa contenuta nel prospetto, i revisori legali dei conti dell'emittente e le altre informazioni riguardanti l'emittente. Con riferimento all'emittente, il prospetto contiene, tra l'altro, le informazioni riguardanti il capitale sociale, i principali azionisti, gli organi di amministrazione, di direzione o di vigilanza, i principali dirigenti e le politiche di remunerazione adottate. Con riferimento all'attività dell'emittente, invece, il prospetto descrive le attività e i principali mercati in cui lo stesso opera, la struttura organizzativa, gli immobili, impianti e macchinari utilizzati per condurre il proprio *business*, nonché l'attività di ricerca e sviluppo eventualmente condotta.

Per quanto riguarda gli elementi informativi del prospetto unico previsti dagli schemi con riguardo al prodotto, il prospetto contiene, tra l'altro, la descrizione degli strumenti finanziari oggetto dell'offerta, le condizioni dell'offerta (ivi inclusi il piano di ripartizione dell'offerta, le modalità di fissazione del prezzo e la descrizione del collocamento e sottoscrizione degli strumenti finanziari), le modalità di negoziazione, le spese, nonché l'ammontare e la percentuale di diluizione immediata derivante dall'offerta.

In aggiunta tali informazioni, il prospetto unico deve contenere una *nota di sintesi*, che costituisce, nell'intenzione del legislatore europeo, la principale fonte di informazioni per i piccoli investitori. Essa, fornisce informazioni chiave, pur tuttavia corpose (una Nota di Sintesi normalmente occupa decine di pagine), sulle caratteristiche dell'emittente e del prodotto.

Qualunque fatto nuovo significativo, errore materiale o imprecisione relativi alle informazioni contenute nel prospetto che sia atto ad influire sulla valutazione dei prodotti finanziari e che sopravvenga o sia rilevato tra il momento in cui è approvato il prospetto e quello in cui è definitivamente chiusa l'offerta al pubblico, deve essere menzionato in un Supplemento del Prospetto (cfr. art. 94, comma 7 del TUF).

1.3 Le offerte relative a prodotti del risparmio gestito

L'offerta al pubblico di quote o azioni di OICR aperti non è disciplinata dalla Direttiva 2003/71/CE (direttiva Prospetto), bensì dalla Direttiva 2009/65/CE (UCITS IV), recepita nel nostro ordinamento con il d.lgs. n. 47/2012.

La Commissione Europea ha, inoltre, adottato le disciplina attuativa di secondo livello della UCITS IV (Direttive n. 2010/42/UE e n. 2010/43/UE e Regolamenti UE nn. 583 e 584/2010).

L'offerta al pubblico di OICVM aperti conformi alla citata Direttiva UCITS IV (cosiddetti "armonizzati") prevede che vi sia una comunicazione alla CONSOB alla quale devono essere allegati il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (il c.d. *KIID* – *Key Investor Information Document*) e il prospetto destinati alla pubblicazione. Tali documenti hanno preso il posto, rispettivamente, del *prospetto semplificato* e del *prospetto completo*, contemplati dalla previgente normativa.

Le informazioni contenute nel *KIID* devono, quindi, essere corrette, chiare, non fuorvianti e coerenti con le corrispondenti parti del prospetto (art. 98-ter, comma 3, TUF). La Direttiva UCITS IV precisa che le «*informazioni chiave per gli investitori includono informazioni appropriate sulle caratteristiche essenziali dell'Organismo di investimento collettivo interessato, da fornire agli investitori in modo che essi possano ragionevolmente comprendere la natura e i rischi del prodotto di investimento loro proposto e possano, di conseguenza, prendere decisioni di investimento informate*».

Al fine di assicurare un'armonizzazione massima, la forma e il contenuto del *KIID* sono dettagliatamente ed esaustivamente disciplinati dal Regolamento della Commissione UE n. 583/2010 – fonte direttamente applicabile nell'ordinamento degli

Stati membri – e dalle linee guida applicative elaborate al riguardo dall’allora CESR (*The Committee of European Securities Regulators*).

Il *KIID* deve obbligatoriamente essere consegnato all’investitore, mentre il prospetto va consegnato solo su richiesta².

Per ciò che riguarda il prospetto informativo, diversamente da quanto previsto dalla disciplina comunitaria per i prospetti relativi a strumenti finanziari, non è previsto un provvedimento di autorizzazione alla pubblicazione del prospetto, fermo restando il possibile avvio di meccanismi di monitoraggio delle varie fasi in cui si articola l’offerta e l’esercizio da parte della CONSOB dei poteri di cui all’art. 99 TUF.

La disciplina applicabile all’offerta dei cosiddetti “fondi di investimento alternativi” (cosiddetti FIA), ossia i fondi disciplinati dalla Direttiva 2011/61/UE (cosiddetta Direttiva AIFMD) è in parte analoga a quella dei fondi armonizzati. Alla comunicazione alla CONSOB è allegata la documentazione d’offerta individuata dalla stessa CONSOB in via regolamentare. Nell’esercizio di tale potere, la CONSOB ha esteso l’obbligo di allegazione del *KIID*, equiparando, nei limiti della compatibilità, la disciplina di tali offerte alla disciplina delle offerte aventi a oggetto OICR armonizzati.

1.4 Le offerte relative a prodotti finanziari assicurativi

L’art. 11 della legge per la tutela del risparmio (l. 28 dicembre 2005, n. 262) ha di fatto (disponendo l’abrogazione della lett. f) dell’art. 100 del TUF) esteso l’obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo ai prodotti finanziari assicurativi, assoggettando l’offerta al pubblico di tali prodotti alle disposizioni dettate dal TUF (nonché alla pertinente normativa CONSOB di attuazione).

A seguito di tale intervento normativo hanno quindi trovato applicazione, per i prodotti finanziari assicurativi, le pertinenti norme del TUF e del Regolamento Emittenti (*in primis* quella che rimette alla CONSOB il potere di definire il contenuto del documento d’offerta che le imprese di assicurazione devono consegnare alla potenziale clientela prima della sottoscrizione del contratto)³, ad eccezione, tuttavia, di

² Per la trasposizione nazionale dei provvedimenti di cui sopra, identificati sinteticamente come “pacchetto *UCITS IV*”, la CONSOB ha pubblicato, nel maggio 2011, un documento di consultazione contenente le proposte di modifica al Regolamento Emittenti e ai relativi schemi di prospetto degli OICR. Il mutato scenario comunitario ha comportato l’introduzione di modifiche di significativo impatto, soprattutto in relazione all’introduzione del *KIID* e alla definizione del relativo contenuto mediante un regolamento comunitario. Ciò ha comportato, oltre agli inevitabili adattamenti, rilevanti modifiche all’Allegato 1B, schema 1, degli OICR aperti. Con Delibera n. 18210 del 9 maggio 2012 di modifica del Regolamento Emittenti è stato, quindi, abrogato il previgente schema del prospetto semplificato, sostituito dal *KIID*, il cui contenuto e forma sono stati definiti dal regolamento UE n. 583/2010 e specificati dalle linee guida interpretativo-applicative dell’allora *CESR*, richiamate dai nuovi articoli 98-ter TUF e 14, Regolamento Emittenti. Tale ridefinizione è stata condotta al fine di assicurare la necessaria coerenza del contenuto del prospetto con il *KIID*, e con le relative linee guida, alla luce del regime di responsabilità di cui alla direttiva *UCITS IV*.

³ Con Delibera CONSOB n. 15915 del 3 maggio 2007, di modifica del Regolamento Emittenti, sono stati introdotti gli schemi di prospetto informativo per i prodotti assicurativi a contenuto finanziario nell’ambito dell’allegato 1B (schemi 9 10 e 11 rispettivamente per *unit linked*, *index linked* e prodotti di capitalizzazione - ora rispettivamente schemi 5, 6 e 7). Tali schemi sono stati modellati su quello relativo

quelle che impongono la preventiva approvazione del prospetto, poiché il controllo preventivo di tipo autorizzativo si sarebbe posto in contrasto con la disciplina comunitaria di settore relativa ai prodotti in questione.

2. L'INFORMATIVA NELLA PRESTAZIONE DEI SERVIZI DI INVESTIMENTO

L'attuale disciplina nazionale in materia di servizi di investimento rinvia dalle norme della Direttiva 2004/39/CE, cd. MiFID che è destinata ad essere aggiornata con l'entrata in vigore della Direttiva n. 2014/65/UE, cd. MiFID II che troverà applicazione a far data dal 3 gennaio 2018.

2.1 La Direttiva MiFID: criteri generali di comportamento nello svolgimento dei servizi e delle attività di investimento nel TUF.

Il recepimento della Direttiva MiFID operato dal d.lgs. n. 164/07 ha comportato numerose modifiche al TUF e alla normativa secondaria che ne costituisce attuazione (in primis, il Regolamento Intermediari).

Con riferimento ai criteri generali dello svolgimento dei servizi e delle attività di investimento, l'art. 21, TUF, prevede attualmente che l'intermediario debba: a) «comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati»; b) «acquisire, le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati»; c) utilizzare comunicazioni pubblicitarie e promozionali «corrette, chiare e non fuorvianti», («chiaramente identificabili come tali», secondo l'art. 27 Reg. Intermediari).

Tali criteri generali rappresentano la stella polare degli obblighi di comportamento degli intermediari e della loro valutazione in sede giudiziale, assurgendo a veri e propri principi generali dell'ordinamento settoriale. Non si tratta,

agli OICR aperti (per come, all'epoca, da ultimo modificato nell'aprile del 2005) caratterizzandosi, tra l'altro, per la struttura modulare del prospetto ed un differente regime di consegna delle parti di cui lo stesso si compone; per la veicolazione delle informazioni chiave sull'investimento, intendendosi per tali quelle concernenti: le caratteristiche del prodotto; le finalità dell'investimento; l'orizzonte temporale minimo; il grado di rischio; i costi del contratto; la rappresentazione scenaristica dei possibili rendimenti attesi a scadenza dell'investimento finanziario. Gli schemi di prospetto sono stati, altresì, strutturati al fine di riflettere le informazioni che l'art. 36 della Direttiva Vita n. 83 del 2002 imponeva di trasmettere al potenziale contraente, prima della stipula del contratto, concernenti l'impresa di investimento e le caratteristiche del prodotto offerto (oggi il contenuto minimo di tali informazioni è indicato dall'art. 185 della Direttiva Solvency II). Le modifiche al Regolamento Emittenti introdotte con delibera CONSOB n. 16840 del 19 marzo 2009 hanno riguardato anche gli schemi di prospetto dei prodotti finanziari assicurativi.

quindi, di meri criteri interpretativi di obblighi puntualmente disposti in altre sedi, bensì di disposizioni cogenti, idonee a specificare e a integrare la portata applicativa delle regole di condotta specifiche previste dal TUF e dal Reg. Intermediari, in punto di formazione ed esecuzione del contratto finanziario.

2.2.(segue) la graduazione del sistema di tutela del cliente.

Prima della MiFID, il TUF distingueva due categorie di clienti: i clienti “ordinari” e i clienti qualificati: ai primi si applicavano tutte le regole di condotta previste nel Reg. Intermediari come presìdi di tutela del contraente “debole”; ai secondi, tendenzialmente, nessuna. Il cliente “qualificato” era stato individuato dalla CONSOB in base a parametri rigidi, ma non mediante definizioni generali, bensì – a differenza di quanto previsto dal TUB – attraverso un elenco di soggetti operanti professionalmente nel settore (SIM, banche, compagnie di assicurazione, SGR, etc.). Inoltre, la CONSOB aveva anche introdotto un tentativo di “soggettivazione” del parametro: all’elenco era aggiunta, infatti, una clausola finale secondo la quale doveva ritenersi “qualificata” e, dunque, non meritevole di tutela, «ogni società o persona giuridica in possesso di una specifica competenza ed esperienza in materia di operazioni mobiliari espressamente dichiarata per iscritto» nel contratto.

Con la MiFID la disciplina è cambiata in modo significativo: i clienti, infatti, vengono classificati in tre categorie: «al dettaglio», «professionali» e «controparti qualificate»; inoltre, le regole di condotta degli intermediari vengono applicate in modo diverso ai soggetti rientranti nelle tre categorie, in ragione della natura del servizio offerto. Alla classificazione in una o nell’altra di tali categorie conseguono, in particolare, obblighi di informazione differenziati, sia quanto alle informazioni che devono essere richieste al cliente, sia quanto alle informazioni che allo stesso devono essere fornite (art. 35, Reg. Intermediari), anche in merito alla possibilità di ricevere un trattamento diverso da quello che conseguirebbe alla classificazione effettuata (art. 35, 2° co., Reg. Intermediari).

Le regole concernenti «informazioni, comunicazioni pubblicitarie e promozionali» vanno considerate di generale applicazione (artt. 27-28, Reg. Intermediari), così come le informazioni sugli strumenti finanziari (art. 31, Reg. Intermediari), pur se, in quest’ultimo caso, è previsto che l’intermediario debba tener conto della classificazione del cliente come cliente al dettaglio o professionale.

Quanto alle “controparti qualificate”, è prevista la generale disapplicazione di tutte le regole di comportamento, ma solo per i servizi di esecuzione di ordini, negoziazione per conto proprio e ricezione e trasmissione di ordini. Per i soli clienti al dettaglio, inoltre, trova applicazione la regola che impone un “contratto quadro”, redatto per iscritto, per poter fornire tutti i servizi di investimento diversi dalla consulenza (art. 37, Reg. Intermediari), nonché la disciplina “speciale” dei contratti relativi alla gestione di portafogli (art. 38, Reg. Intermediari).

È, invece, in principio applicabile a tutti i clienti la disciplina della c.d. “adeguatezza” (artt. 39-40, Reg. Intermediari), che, peraltro, riguarda i soli servizi di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafoglio. La valutazione di

adeguatezza concerne la specifica operazione e consiste nell'accertamento che essa a) corrisponda agli obiettivi di investimento; b) sia di natura tale che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio connesso all'investimento, compatibilmente con i suoi obiettivi di investimento; c) sia di natura tale per cui il cliente possieda la necessaria esperienza e conoscenza per comprendere i rischi inerenti all'operazione e alla gestione del suo portafoglio. Peraltro, quando i servizi di consulenza e gestione sono prestati a un cliente professionale, gli intermediari «possono presumere che, per quanto riguarda gli strumenti, le operazioni e i servizi per i quali tale cliente è classificato nella categoria dei clienti professionali, egli abbia il livello necessario di esperienze e di conoscenze» ai fini della valutazione dell'adeguatezza, sotto il profilo della comprensione dei rischi (art. 40, 2° co., Reg. Intermediari).

Se, poi, il cliente rientra fra quei soggetti che sono qualificati clienti professionali “di diritto”, gli intermediari possono presumere che il cliente sia finanziariamente in grado di sopportare qualsiasi rischio di investimento compatibile con i propri obiettivi di investimento (art. 40, 2° co., Reg. Intermediari). Può dirsi, quindi, che per i “clienti professionali”, la valutazione dell'adeguatezza si riduca alla valutazione della corrispondenza agli obiettivi di investimento. Invece, per i servizi di investimento diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafogli, gli intermediari devono acquisire le informazioni necessarie per poter valutare l'appropriatezza dell'operazione, ossia verificare che «il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere i rischi che lo strumento o il servizio di investimento richiesto comporta». Tuttavia gli intermediari possono presumere che i clienti professionali abbiano il livello di esperienza e conoscenza necessario.

L'impossibilità di valutare l'appropriatezza, in ragione dell'eventuale rifiuto del cliente di fornire le informazioni richieste, non preclude la possibilità di prestare il servizio, ma obbliga l'intermediario a informare il cliente di questa circostanza.

Infine per i servizi di mera esecuzione, ricezione e trasmissione di ordini (*execution only*) è ammessa la possibilità di prescindere dalle informazioni e dalle valutazioni di adeguatezza e appropriatezza, purché (art. 43, Reg. Intermediari): a) i servizi siano connessi a strumenti finanziari «non complessi»; b) i servizi siano prestati su iniziativa del cliente; c) il cliente sia stato informato della natura di *execution only* del servizio e delle sue conseguenze; d) l'intermediario rispetti gli obblighi in materia di conflitti di interesse.

Da ultimo, va ricordato che, ai sensi dell'art. 23, TUF, i contratti relativi alla prestazione dei servizi di investimento, con eccezione del servizio di consulenza, devono essere redatti per iscritto. In caso di inosservanza della forma scritta, il contratto è nullo, ma il vizio può essere fatto valere «solo dal cliente».

2.3 La trasparenza del rapporto intermediario/cliente alla luce della MiFID II.

Tale impostazione è ulteriormente confermata e potenziata dall'analisi delle disposizioni contenute nella Direttiva MiFID II, che, come detto, troverà applicazione dal 3 gennaio 2018. Ciò non perché il legislatore europeo abbia indebolito il profilo della tutela informativa del cliente – che, anzi, risulta ulteriormente incrementato – bensì perché a tale momento di emersione della trasparenza se ne sommano altri, che,

sempre agganciati a tale regola generale, si riferiscono più specificamente alla condotta e all'organizzazione dell'intermediario. Lo stesso assolvimento degli oneri informativi, infatti, viene preceduto e reso maggiormente efficace proprio attraverso l'imposizione di obblighi di condotta e organizzativi strumentali al loro corretto assolvimento. Si veda, in proposito, il disposto dell'art. 25, § 1, MiFID II, che prescrive alle imprese di investimento di «garantire e dimostrare» che le persone fisiche demandate a fornire consulenza ed informazioni siano in possesso delle «conoscenze e competenze necessarie» per poter adempiere gli obblighi informativi prescritti dalla stessa direttiva.

Oltre a tale prodromico obbligo organizzativo, gli stessi oneri informativi sono oggetto di maggiore attenzione. Infatti, mentre l'art. 24, § 1, MiFID II, torna a prescrivere l'obbligo generale per gli intermediari di «agire in modo onesto, equo e professionale per servire al meglio gli interessi dei loro clienti», è al § 3 dello stesso articolo che si enunciano i principi cardine delle informazioni, che devono essere «corrette, chiare e non fuorvianti», il cui contenuto viene, poi, individuato con maggior dettaglio dai successivi paragrafi.

In tal senso può essere letta anche la nuova disciplina in tema di *product governance*, alla stregua della quale le imprese di investimento non sono chiamate solo a comprendere le caratteristiche dei prodotti che offrono o raccomandano, al fine di servire al meglio l'interesse del cliente, ma anche a “strutturare” i prodotti, concependoli specificamente per determinate categorie di clienti e per i relativi mercati di riferimento, nei quali dovranno, poi, essere distribuiti.

Attraverso tale disciplina si finisce per anticipare la tutela del cliente dalla fase precontrattuale in senso stretto a quella, ancora precedente, della creazione del prodotto e della sua politica di distribuzione. Con tali disposizioni si impone alle imprese di investimento di individuare, già in tale fase, i destinatari potenziali dei prodotti che esse creano o distribuiscono “etichettandoli” per un certo *target* di mercato in funzione delle caratteristiche dello stesso e, ovviamente, avendo sempre di mira l'interesse dell'investitore. La finalità perseguita è chiaramente di rendere conoscibile e, quindi, trasparente la stessa genesi dei prodotti che successivamente verranno distribuiti ai singoli clienti. Tale profilo sembra ricevere una particolare attenzione all'interno della MiFID II, che, all'art. 69, attribuisce alle autorità di vigilanza il potere di sospendere la distribuzione di strumenti finanziari o depositi strutturati in caso di violazione degli obblighi di *product governance*. Inoltre, la disciplina in tema di *product governance* assume specifica rilevanza anche ai fini dell'attivazione dei poteri di *product intervention* di cui al Regolamento (UE) n. 600/2014 (c.d. MiFIR): le misure della specie, infatti, potranno essere adottate solo laddove l'Autorità di vigilanza europea o nazionale accerti che gli obiettivi di tutela che si intendono perseguire non possano essere efficacemente realizzati attraverso l'applicazione delle norme esistenti, *in primis* quelle di *product governance*, ovvero incrementando l'*enforcement* verso gli operatori.

Stesso discorso può, in parte, riguardare la nuova disciplina dei conflitti di interessi, che, in linea generale, sono disciplinati in modo molto puntuale già a livello di normativa primaria.

Tale tendenza, sempre nell'ambito del conflitto di interessi, emerge con ancora maggiore evidenza nella parte della MiFID II relativa agli incentivi, che, attualmente disciplinati a livello europeo dall'art. 26, Direttiva 2006/73/CE, sono regolati nel nostro

Paese dall'art. 52, Reg. Intermediari. La disciplina in vigore, pur introducendo limitazioni alla possibilità di ricevere o fornire incentivi, continua ad ammetterli, laddove forniti dai clienti o, se forniti da terzi, nel caso in cui siano oggetto di *disclosure*, sempreché gli stessi abbiano quale effetto quello di accrescere la qualità del servizio e, nel rispetto del requisito dell'adeguatezza, siano necessari all'erogazione dello stesso. Anche in tal caso, sembra evidente la volontà di precludere all'intermediario di compiere condotte poco trasparenti che porterebbe lo stesso a essere condizionato da interessi disancorati rispetto all'obiettivo che istituzionalmente dovrebbe perseguire.

3. GLI INTERVENTI CONSOB IN TEMA DI INFORMATIVA ALLA CLIENTELA

Sul tema dell'informativa alla clientela, anche la CONSOB ha fornito nel tempo orientamenti e indirizzi interpretativi di carattere generale.

In particolare, con la Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009, riguardante la distribuzione di prodotti illiquidi ai clienti al dettaglio, sono state raccomandate specifiche misure di trasparenza volte a consentire ai risparmiatori l'acquisizione di un quadro informativo sintetico e completo dei dati più rilevanti per il compimento delle scelte di investimento, anche attraverso la redazione di un'apposita scheda prodotto.

Con la Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014, in tema di distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail*, è stata resa nota l'intenzione della CONSOB di conformarsi alle indicazioni contenute nelle *Opinions* dell'*ESMA* aventi ad oggetto "*MiFID practices for firms selling complex products*" e "*Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements*" pubblicate nel corso del 2014, le quali, nell'attuale contesto disegnato dalla MiFID richiamano, tra l'altro, l'attenzione degli operatori sull'importanza di rendere ai propri clienti, specie *retail*, un'informativa chiara, corretta e non forviante, onde consentire loro l'assunzione di consapevoli decisioni di investimento. In tale Comunicazione è stata altresì richiamata l'attenzione degli operatori sulla necessità di tenere debitamente conto delle *Opinions* nelle proprie *policies* aziendali. Inoltre, sul piano specifico della trasparenza, è stata sottolineata l'importanza per gli intermediari, specie nella fase di mercato primario e per le operazioni negoziate in conto proprio, di assicurare adeguati presidi informativi in grado di consentire agli investitori il pieno apprezzamento dei diversi rischi delle operazioni poste in essere.

La necessità di un'attenzione rafforzata ai profili di trasparenza risulta confermata dalle recenti evoluzioni che hanno interessato il più ampio *framework* normativo disciplinante l'attività degli intermediari. In particolare, le modifiche introdotte nell'ordinamento domestico per effetto del recepimento della *BRRD* rendono evidente l'importanza di fornire agli investitori un'adeguata informativa, tale da consentire loro l'adozione di consapevoli decisioni di investimento. La disciplina prevista dalla *BRRD* risulta, infatti, finalizzata a garantire una gestione ordinata delle crisi delle banche, evitando che il costo dei salvataggi possa ripercuotersi sui contribuenti. Gli oneri del dissesto vengono, dunque, a gravare anche sugli azionisti e sui portatori degli altri strumenti finanziari emessi dagli istituti in crisi.

Pertanto, con la Comunicazione n. 0090430 del 24 novembre 2015, la CONSOB ha sottolineato, tra l'altro, la necessità che gli intermediari rendano ai propri clienti informazioni appropriate circa le novità derivanti dal recepimento della *BRRD*, al fine di porli nelle condizioni di assumere consapevoli decisioni sul mantenimento dell'investimento o il disinvestimento. Al riguardo, viene specificato che gli investitori (ivi inclusi i detentori di titoli soggetti a *bail-in* emessi anteriormente al 1° gennaio 2016) dovranno essere informati, in particolare, dell'avvenuta introduzione di limitazioni all'intervento pubblico a sostegno di un intermediario che versi in una situazione di crisi, chiarendo la gerarchia secondo cui l'importo determinato ai fini delle misure di risoluzione dovrà essere allocato.

4. GLI INTERVENTI ESMA IN MATERIA DI INFORMATIVA ALLA CLIENTELA

L'iniziativa CONSOB di cui sopra ha trovato piena rispondenza in parallele iniziative ESMA.

L'esigenza di una accurata *disclosure* ai risparmiatori in relazione agli effetti conseguenti alle misure di risoluzione conseguenti al recepimento della Direttiva *BRRD* è valorizzata in recente orientamento dell'*ESMA* che nelle proprie “*Guidelines on complex debt instruments and structured deposits*” emanate nel novembre 2015 nell'ambito delle misure di implementazione della *MiFID II*, ha ricondotto gli strumenti di debito assoggettabili a *bail-in* nella categoria dei prodotti complessi al fine di escludere l'applicabilità della disciplina dell'*execution only*.

Nel giugno 2016, l'*ESMA* ha, da ultimo, pubblicato uno *Statement* recante “*MiFID practices for firms selling financial instruments subject to the BRRD resolution regime*” (ESMA/2016/902), indirizzato direttamente agli intermediari, con l'obiettivo di meglio puntualizzare la portata delle regole di correttezza e di trasparenza applicabili in caso di distribuzione di prodotti assoggettati a misure di risoluzione (incluso il *bail-in*).

In tema di presìdi informativi, l'*ESMA* ha sottolineato la necessità che la *disclosure* sugli strumenti assoggettabili a misure di risoluzione sia «*fair, clear and not misleading*», affinché i clienti possano comprenderne le caratteristiche e i rischi correlati. A tal fine, viene individuato un set minimo di informazioni che dovrebbero essere comunicate alla clientela «*at the point of sale*», in tempo utile e, in ogni caso, prima della conclusione delle transazioni.

L'*ESMA* richiama l'attenzione sull'importanza che anche i clienti già in possesso di passività assoggettabili a misure di risoluzione siano adeguatamente informati dell'impatto potenziale sui propri investimenti della disciplina introdotta dalla *BRRD*. Inoltre, l'*ESMA* sottolinea che, in conformità dell'art. 29 della Direttiva 2006/73/CE, di attuazione della *MiFID I*, nel caso di modifiche rilevanti delle informazioni già fornite agli investitori, per effetto, tra l'altro, di «*material changes occurred to the situation of the issuer or to the features/conditions of the instruments*», gli intermediari dovrebbero fornire ai clienti, in tempo utile, un'informativa aggiornata. L'accresciuta attenzione ai profili di trasparenza risulta confermata anche dalle “*Guidelines on cross-selling practices*” adottate dall'*ESMA* nel dicembre 2015 in

collaborazione con *EBA* ed *EIOPA*, sempre nell'ambito delle misure di attuazione della MiFID II e destinate ad avere applicazione con l'entrata in vigore della Direttiva medesima. In particolare, viene sottolineata l'importanza per gli intermediari, in caso di pratiche di vendita abbinata (in cui un servizio di investimento è offerto unitamente a un altro servizio o prodotto come parte di un "pacchetto"), di fornire un'informativa accurata, tale da consentire ai risparmiatori una corretta ponderazione delle proprie decisioni di investimento.

5. RECENTI SVILUPPI IN AMBITO COMUNITARIO

5.1. Il Regolamento PRIIPs

La regolamentazione Europea sui prodotti d'investimento e assicurativi pre-assemblati destinati agli investitori al dettaglio (PRIIPs) rappresenta un'importante opportunità per semplificare e migliorare l'informativa di un numero rilevante di prodotti finanziari nella prospettiva di innalzare fattivamente la tutela dei risparmiatori.

Il cardine di questa regolamentazione è il KID (*Key Information Document*), il documento che dovrà contenere le informazioni-chiave destinate a guidare gli investitori nell'assunzione di decisioni d'investimento consapevoli. Nell'intento del legislatore comunitario, il KID avrà il compito di riassumere in poche pagine gli elementi informativi più importanti per l'investitore, rendendo più agevole l'assunzione di consapevoli decisioni di investimento.

Il 26 novembre 2014 è stato emanato il Regolamento UE n. 1286/2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (cosiddetti PRIIPs). Si tratta, in estrema sintesi:

– di investimenti in cui «indipendentemente dalla forma giuridica dell'investimento stesso, l'importo dovuto all'investitore al dettaglio è soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o al rendimento di uno o più attivi che non siano direttamente acquistati dall'investitore al dettaglio»;

– di prodotti assicurativi che presentano «una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato».

Il Regolamento, direttamente applicabile negli Stati membri, stabilisce regole uniformi sul formato e sul contenuto del documento contenente le informazioni chiave (c.d. KID) che deve essere redatto dagli ideatori (*manufacturers*) di PRIIPs, nonché sulla diffusione del documento medesimo agli investitori al dettaglio, proprio «al fine di consentire agli investitori al dettaglio di comprendere e raffrontare le caratteristiche e i rischi chiave dei PRIIP».

Secondo quanto previsto dall'art. 6, para. 4, del Regolamento medesimo, «il documento contenente le informazioni chiave è redatto sotto forma di documento breve, in maniera concisa, consiste al massimo di tre facciate di formato A4 quando stampate, agevola la comparabilità, e presenta le seguenti caratteristiche:

a) è presentato e strutturato in modo da agevolarne la lettura, in caratteri di dimensione leggibile;

b) si concentra sulle principali informazioni di cui hanno bisogno gli investitori al dettaglio;

c) è formulato con chiarezza e scritto in un linguaggio e uno stile tali da facilitare la comprensione delle informazioni. In particolare è necessario utilizzare un linguaggio chiaro, sintetico e comprensibile».

Il successivo art. 8 individua poi le informazioni chiave che devono essere inserite nel KID: si tratta in particolare di indicazioni sintetiche sulle caratteristiche, sui rischi, sui costi, sui guadagni e sulle perdite potenziali dei PRIIPs con l'obiettivo ultimo di aiutare l'investitore a comparare le varie opportunità di investimento.

Il KID deve essere consegnato dalla «persona che offre consulenza su un PRIIP o vende tale prodotto ... agli investitori al dettaglio ... in tempo utile prima che [questi ultimi] siano vincolati da qualsiasi contratto o offerta relativa al PRIIP» (cfr. in tal senso art. 13, para. 1, del Regolamento).

Si precisa inoltre che, laddove sia prevista la redazione di un prospetto, il KID non è sostitutivo del prospetto stesso, ma si aggiunge a tale ultimo documento (cfr. art. 3 del Regolamento). È da notare, però, che nei lavori sulla nuova Direttiva Prospetto (v. *infra* par. 5.2) è allo studio l'ipotesi di allineamento dei contenuti della Nota di Sintesi al KID dei PRIIPs.

Per quanto riguarda la rappresentazione dei rischi e dei rendimenti all'interno del KID, il Regolamento (UE) n. 1286/2014 prevede, all'art. 8, par. 3, lett. d), punti i) e iii), che venga inserito nel KID “un indicatore sintetico di rischio, integrato da una spiegazione testuale di quest'ultimo, dei suoi principali limiti e da una spiegazione testuale dei rischi che sono particolarmente rilevanti per i PRIIP e che non sono adeguatamente rilevati dall'indicatore sintetico di rischio” nonché “gli scenari di performance adeguati e le ipotesi formulate per realizzarli”.

Il Regolamento ha delegato la Commissione europea ad emanare i *Regulatory Technical Standards* (di seguito “RTS”) attuativi della citata disposizione sulla base del parere reso in merito dalle tre Autorità europee di supervisione dei mercati finanziari (ESMA, EBA ed EIOPA).

Tale parere è stato reso il 6 aprile 2016 ad esito di lavori tecnici ampi e molto approfonditi durati circa due anni e che hanno visto coinvolte tutte le Autorità nazionali competenti per il settore bancario, finanziario e assicurativo.

Il 30 giugno 2016 la Commissione Europea, ha adottato ed ha notificato al Parlamento Europeo ed al Consiglio il testo ufficiale degli RTS, che, tra l'altro, disciplinano in dettaglio il formato ed il contenuto *standard* del KID, nonché le metodologie per il calcolo e la rappresentazione dei rischi, degli scenari di rendimento e dei costi.

In data 14 settembre 2016, il Parlamento Europeo ha tuttavia rigettato il testo di RTS elaborato dalla Commissione Europea, invitando la medesima a riformulare le parti relative:

- alla forma e al contenuto del KID nel caso dei *Multioption Products* (c.d. MOPs), ossia quei prodotti (tipicamente assicurativo-finanziari) che contengono diverse opzioni di investimento, con particolare riferimento alla presenza di opzioni di investimento in fondi UCITS e non-UCITS;

- alla metodologia di calcolo degli scenari attesi di performance che dovrebbe assicurare la rappresentazione delle perdite potenziali massime e l'eventuale circostanza che il prodotto abbia regolarmente subito perdite durante il periodo minimo d'investimento raccomandato mediante la presentazione di un ulteriore 4° scenario;

- al corretto utilizzo nel KID del "*comprehension alert*", ossia dell'avviso che il prodotto è di difficile comprensione, necessitando a tal fine la definizione di criteri uniformi in modo da assicurare un approccio comune nei singoli Stati Membri dell'UE.

Il Consiglio Europeo, con una maggioranza di 24 Paesi su 28, ha chiesto alla Commissione Europea di rinviare di un anno l'entrata in vigore del Regolamento PRIIPs e, comunque, non prima dell'adozione definitiva degli RTS applicativi.

Anche il Parlamento Europeo ha indicato alla Commissione Europea l'opportunità di considerare l'eventualità di posporre l'applicazione del Regolamento PRIIPs nel caso in cui non si dovesse addivenire alla finalizzazione degli atti delegati (L2) in tempo utile e, comunque, di evitare l'applicazione del Livello 1 in assenza della formale adozione delle misure di Livello 2.

La Commissione Europea, con decisione del 9 novembre 2016 (*quick fix*) ha, pertanto, deciso di posporre la data di applicazione del Regolamento PRIIPs di 12 mesi (ossia al 1° gennaio 2018).

In data 10 novembre 2016 la Commissione Europea ha sottoposto alle tre ESAs una proposta di modifica del testo degli RTS per tener conto delle richieste sollevate dal Parlamento Europeo. Le modifiche sottoposte all'esame delle ESA riguardano in particolare: (i) i *Multi-option Priips*; (ii) il quarto scenario previsto dall'Annex IV degli RTS; (iii) il *comprehension alert*.

Le Autorità europee di regolazione e vigilanza (EIOPA, EBA, ESMA) hanno sei settimane di tempo per rilasciare la *technical opinion*. Il nuovo testo degli RTS, così come licenziato dalle tre ESAs, dovrà essere di nuovo adottato dalla Commissione Europea e successivamente sottoposto allo scrutinio del Parlamento Europeo e del Consiglio.

5.1.1 Adeguamento della disciplina nazionale al Regolamento PRIIPs

Si è di recente conclusa la discussione presso entrambi i rami del Parlamento italiano in merito allo schema di decreto legislativo recante le modifiche al TUF per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento PRIIPs.

Il tema della vigilanza sui prodotti assicurativi a contenuto finanziario, nel corso degli ultimi due anni è stato oggetto di diversi interventi normativi in ambito nazionale, derivanti dalla necessità di dare attuazione a Direttive europee ovvero adeguare l'ordinamento interno a Regolamenti europei, come è nel caso del citato schema di decreto.

Tra di essi, si annoverano:

a) il Decreto legislativo 12 maggio 2015, n. 74, di attuazione della direttiva 2009/138/CE in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e riassicurazione (*Solvency II*);

b) la Legge 9 luglio 2015, n. 114, recante delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2014.

Tutti i provvedimenti citati sono stati accomunati da un unico filo conduttore: mantenere fermo l'attuale riparto di competenze tra la CONSOB e l'IVASS, in merito a prodotti assicurativi finanziari connotati da particolare complessità, secondo il modello già disegnato dalla Legge 28 dicembre 2005, n. 262.

In tale ambito, l'assetto di vigilanza relativo ai "prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione" (di cui all'art. 1, comma 1, lett. w-bis), del Tuf) si basa su una ripartizione di competenze tra IVASS e CONSOB secondo cui alla prima spetta la vigilanza sull'adeguatezza patrimoniale, sulla solvibilità e sulla liquidità delle imprese di assicurazione e sulla trasparenza e correttezza nella distribuzione di prodotti assicurativi attuata attraverso brokers e agenti, mentre alla seconda spetta vigilare sulla trasparenza e correttezza nella distribuzione dei prodotti assicurativi a contenuto finanziario effettuata da banche, Sim e, in via diretta, dalle imprese di assicurazione emittenti, al fine di garantire la tutela degli investitori e l'integrità dei mercati.

La scelta del Legislatore trova la sua ratio nel ricondurre in capo alla CONSOB anche la competenza su quei prodotti che, ancorché "vestiti" da prodotti assicurativi, di fatto, sia per struttura sia per insita pericolosità e rischiosità, sono prodotti finanziari a tutti gli effetti.

I successivi interventi normativi, hanno confermato le competenze dell'Istituto sui prodotti finanziari di cui ai rami vita III e V di cui all'art. 1, comma 1, lett. w-bis), del Tuf.

Così il Decreto legislativo 12 maggio 2015, n. 74, di attuazione della direttiva 2009/138/CE, di cui al precedente punto a), ha attribuito anche alla CONSOB poteri di *product intervention* attraverso i quali l'Istituto, ricorrendone i presupposti, può adottare misure preventive o correttive riguardanti anche la restrizione dell'attività, ivi incluso il potere di vietare l'ulteriore commercializzazione dei citati prodotti assicurativi di rami vita III e V.

Su tale modello ripartito di vigilanza incide ora la nuova nozione europea di "*Insurance based investment products* - prodotti di investimento assicurativo" (IBIP ricompresi nella più ampia nozione di PRIIPs), che, oltre a ricomprendere al suo interno i prodotti assicurativi rami vita III e V (ossia "i prodotti finanziari emessi da imprese di

assicurazione” di cui al citato art. 1, comma 1, lett. w-bis), del Tuf), include anche i prodotti di ramo I della tipologia mista rivalutabile (cd. with profit) e i prodotti multiramo.

In proposito, la Legge 9 luglio 2015, n. 114, di cui al precedente punto b), all’articolo 13, ha attribuito alla CONSOB la competenza sui PRIIPs, inclusi gli IBIPs (*Insurance Based Investment Products*). Sulla base del citato articolo 13, il Governo ha, poi, approvato, il 9 novembre 2016, lo schema di Decreto Legislativo di modifica del TUF per l’adeguamento della disciplina nazionale al Reg. PRIIPs mantenendo in capo alla CONSOB la trasparenza nella distribuzione di tutti i PRIIPs siano essi emessi da soggetti finanziari, da banche (depositi strutturati) o da imprese di assicurazione (IBP) e i conseguenti poteri di *product intervention*. Le disposizioni del decreto si applicano a decorrere dalla data di applicazione del Regolamento PRIIPs (1 gennaio 2018).

5.2 La revisione della Direttiva prospetto

Nel corso del 2015 sono stati avviati i lavori finalizzati alla revisione della Direttiva Prospetto. In particolare, il 30 novembre 2015 la Commissione UE ha pubblicato una proposta di Regolamento, che dovrà sostituire tale Direttiva, ed è attualmente in corso la procedura legislativa per l’approvazione.

Tale proposta di Regolamento intende, fra l’altro, intervenire sulla nota di sintesi, contenendone la lunghezza a poche pagine. Si prevede un tendenziale allineamento della Nota di Sintesi al modello e al formato del KID dei *PRIIPs*.

Al riguardo, già il *considerando* n. 27 della Direttiva 2010/73/UE (modificativa della Direttiva Prospetto), prevedeva che, *«al fine di rispettare i principi enunciati al considerando 41 della direttiva 2003/71/CE, di tenere conto dei progressi tecnici nei mercati finanziari e di specificare i requisiti fissati dalla direttiva 2003/71/CE, la Commissione dovrebbe avere il potere di adottare atti delegati ai sensi dell’articolo 290 TFUE. In particolare, gli atti delegati possono essere necessari [...] e per specificare il contenuto dettagliato e la forma specifica della nota di sintesi in conformità dell’esito del dibattito avviato dalla comunicazione della Commissione sui prodotti di investimento al dettaglio preassemblati, del 30 aprile 2009, allineando il più possibile il contenuto e la forma della nota di sintesi sugli strumenti finanziari all’esito di detta iniziativa, evitando la duplicazione dei documenti e la potenziale confusione per gli investitori, e minimizzando i costi»*.

Il testo della proposta di riforma della Direttiva Prospetto conferma tale impostazione richiedendo che (Considerando 25) *«the prospectus summary should be modelled as much as possible after the key information document required under Regulation (EU) No 1286/2014 of the European Parliament and of the Council [ndr., il Regolamento PRIIPs]. Where securities fall under the scope of both this Regulation and Regulation (EU) No 1286/2014, full reuse of the contents of the key information document should be permitted in the summary in order to minimise compliance costs and administrative burden for issuers. [...]»*.

Alla luce di tale *considerando*, per i prodotti che ricadono nella definizione di *PRIIPs* e comunque soggetti anche alla disciplina del prospetto, la proposta di

Regolamento (art. 7, par.7) prevede la possibilità di riutilizzare, a discrezione dell'emittente, i contenuti del *KIID* dei *PRIIPS* all'interno del *summary* per la parte relativa al prodotto, anche al fine di limitare i costi di *compliance* per gli emittenti. Tuttavia, sarebbe necessario favorire una forte convergenza del formato e dei contenuti del *summary* verso il modello del *KIID* dei *PRIIPS*, pur con opportune e necessarie modifiche, anche gli altri strumenti finanziari complessi assoggettati alla disciplina del prospetto ma che non rientrano nella categoria dei *PRIIPS*.

La Proposta di Regolamento UE in materia di prospetto è attualmente oggetto di negoziato da parte delle Istituzioni legislative europee (c.d. fase di trilogio).

La CONSOB, in materia, ha, tra l'altro, rappresentato la necessità di un migliore coordinamento tra la disciplina del *summary* e quella del *KID* per i *PRIIPS*, della consegna obbligatoria del *summary* nonché l'esigenza che il *summary* sia consegnato agli investitori con le medesime modalità previste per il *KID* dei *PRIIPS*.

6. LE INIZIATIVE DI REGOLAZIONE CONSOB DEL 2016 IN MATERIA DI SEMPLIFICAZIONE E TRASPARENZA DEI DOCUMENTI DI INVESTIMENTO

Il mutato quadro normativo connesso al *bail-in* e l'accresciuto livello di rischio del settore per i risparmiatori hanno indotto CONSOB ad incrementare ulteriormente i presidi a carattere preventivo.

Tali interventi si sono concretizzati in due Raccomandazioni – una di recente emanazione e una in fase consultazione con il mercato – che si muovono nel solco di offrire indicazioni puntuali in merito alle modalità di applicazione della disciplina comunitaria.

6.1. Raccomandazione sulle “informazioni-chiave” da fornire nell'ambito della distribuzione di prodotti finanziari

Il punto di svolta, per quanto riguarda la trasparenza sui prodotti finanziari, è rappresentato dalla consapevolezza, ormai acquisita dal legislatore europeo, che è necessario estrarre, dall'«informazione omnicomprensiva», l'«informazione chiave». Si prende atto, in sostanza, che occorre operare una selezione dei contenuti informativi più significativi, che andranno più efficacemente fatti conoscere al risparmiatore.

In tal senso, la CONSOB – muovendosi nel solco di analoghe iniziative intraprese in ambito europeo tese a definire un modello unico di informativa sintetica (si pensi al *KID* dei *PRIIPS*) e in linea di continuità con le pregresse iniziative in precedenza illustrate – ha sottoposto a consultazione nel maggio 2016 un documento recante “*Principi guida sulle informazioni-chiave da fornire ai clienti al dettaglio nella distribuzione di prodotti finanziari*”, nel quale sono proposte indicazioni circa le misure di *disclosure* nella prestazione di servizi di investimento.

I principi enucleati nel documento di consultazione riguardano sia i prodotti connotati da profili di illiquidità/complessità, sia ogni altra tipologia di prodotto finanziario oggetto di investimento. Il documento in discorso richiama espressamente la Comunicazione CONSOB sui prodotti illiquidi del 2009 e quella sui prodotti complessi del 2014 e non ne propone l'abrogazione, ma si affianca alle stesse in una logica di completamento delle indicazioni dell'autorità.

Nel dettaglio, il documento in discorso individua i criteri generali per un'informativa alla clientela *retail* chiara, sintetica e di immediata evidenza (correttezza, comprensibilità, sintesi, obiettività, coerenza, aggiornamento, proporzionalità, coinvolgimento delle funzioni aziendali di controllo).

Vengono poi indicate le informazioni-chiave sul prodotto finanziario, attinenti ai seguenti profili: dati "anagrafici"; rischi finanziari; prezzo e costi (impliciti ed espliciti); possibili rendimenti, con evidenza della struttura di *pay-off* e della misura entro la quale sussiste il rischio di perdita totale o parziale del capitale investito.

Il documento indica anche la possibilità che le informazioni-chiave della *disclosure* siano sintetizzate all'interno di una "scheda prodotto" da consegnare alla clientela *retail* prima della conclusione dell'operazione, con attestazione dell'avvenuta consegna.

Per ciò che riguarda i dati anagrafici, che permettono di identificare il prodotto finanziario specifico oggetto della transazione e le sue principali caratteristiche, vanno esplicitati la denominazione del prodotto ed il relativo codice ISIN, la tipologia, il soggetto emittente, l'eventuale garante e le modalità di funzionamento della garanzia (ivi inclusa la circostanza per cui l'operatività della garanzia sia condizionata alle performance), la durata e/o la scadenza, le modalità e le condizioni di negoziazione sul secondario, ivi incluse le metodologie impiegate per la determinazione del prezzo, nonché il trattamento fiscale secondo quanto indicato dall'art. 28, comma 7, del Regolamento n. 16190/2007.

Deve essere, inoltre, precisato se il prodotto è offerto sulla base di un prospetto informativo, con specificazione delle modalità per ottenerlo. Ove sia pubblicato un supplemento al prospetto, si deve fornire indicazione della possibilità di revocare l'adesione all'offerta, nonché delle modalità a mezzo delle quali il cliente viene informato in merito all'eventuale esercizio di tale facoltà. In tal caso, si specifica se l'emittente/offrente intende avvalersi della facoltà di prorogare la durata del periodo di revoca previsto dalla disciplina.

Per ciò che riguarda l'informativa relativa ai rischi finanziari connessi all'investimento, al fine di assicurare la comparabilità tra i prodotti offerti dallo stesso intermediario, si evidenzia la possibilità di adottare una scala di classificazione della rischiosità e, ove possibile, di fornire separata evidenza dei singoli fattori di rischio.

Con riferimento al rischio di credito, si richiamano le indicazioni contenute nella citata Comunicazione CONSOB n. 0090430 del 24 novembre 2015 in materia di *bail-in*. Il cliente deve essere, altresì, informato dell'operatività o meno di un sistema di indennizzo a tutela degli investitori in caso di *default* dell'emittente.

Quanto al rischio di liquidità, si richiamano le indicazioni fornite nella Comunicazione CONSOB n. 9019104 del 2 marzo 2009. In particolare, il cliente deve ricevere adeguata informativa circa potenziali conseguenze, ostacoli o limitazioni allo smobilizzo dell'investimento nel prodotto finanziario, nonché specifica indicazione del valore del disinvestimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato.

Richiamando quanto indicato dall'art. 31, comma 2, del Regolamento n. 16190/2007, il cliente deve essere reso edotto in merito gli effetti derivanti dall'eventuale impiego della leva finanziaria e/o dalla presenza di un derivato incorporato nel prodotto, nonché dell'eventuale circostanza che l'investitore potrebbe assumersi impegni finanziari e altre obbligazioni aggiuntive, comprese eventuali passività potenziali, ulteriori rispetto al costo di acquisizione del prodotto. Vanno quindi indicati i requisiti di marginatura od obbligazioni analoghe applicabili al prodotto.

L'informativa resa ai clienti sul prezzo del prodotto e sulla struttura dei costi e sugli oneri connessi all'investimento riprende le indicazioni di cui all'art. 32 del Regolamento n. 16190/2007.

Gli investitori vengono informati circa la scomposizione del prezzo del prodotto nelle due fondamentali componenti del *fair value* (sia con riguardo alla parte *cash* sia a quella eventuale di natura derivativa) e dei costi impliciti con indicazione dell'incidenza di ciascuna sul complessivo esborso del risparmiatore. Ai fini della determinazione delle menzionate componenti risulta opportuno l'impiego di metodologie riconosciute sul mercato, basate su presupposti prudenziali e criteri coerenti con quelli impiegati per valutazioni a "carattere interno" (valorizzazione portafoglio di proprietà, redazione del bilancio, strategie di *risk management*, etc.).

Va inoltre fornita separata evidenza anche di quegli oneri c.d. "espliciti" (ad esempio commissioni di sottoscrizione/collocamento, "costi di uscita", costi connessi a transazioni in valuta estera, oneri fiscali, etc.), il cui pagamento è dovuto dal cliente in aggiunta al prezzo del prodotto.

Nel caso in cui siano previsti possibili costi a "maturazione successiva", sono indicate le condizioni che possono determinarne l'applicazione, nonché la misura o la formula per la relativa quantificazione.

La *disclosure* agli investitori deve comprendere informazioni sui possibili rendimenti del prodotto, con l'esposizione della relativa struttura di *pay-off* e con evidenza della misura entro la quale sussiste il rischio di perdita totale o parziale del capitale investito.

Nell'ipotesi in cui l'intermediario decida di esporre dati sui risultati passati di un prodotto finanziario, sui dati storici e/o sulle stime future, si applicano le prescrizioni di cui all'art. 28, commi 4, 5 e 6 del Regolamento n. 16190/2007. In particolare, ove siano fornite informazioni sulle performance conseguite nel passato dal prodotto, l'intermediario deve chiarire che le stesse non costituiscono un indicatore del conseguimento di analoghe performance nel futuro.

Qualora vengano fornite informazioni in cui sono raffrontati prodotti finanziari, si applica l'art. 28, comma 3, del Regolamento n. 16190/2007.

Nel caso in cui un servizio di investimento sia prestato unitamente ad un altro servizio o prodotto come parte di un "pacchetto", si applica quanto previsto dall'art. 31, comma 4, del Regolamento 16190/2007. L'intermediario deve informare i clienti in merito alle caratteristiche dei diversi elementi che compongono il "pacchetto", unitamente ad una illustrazione del modo in cui la composizione del "pacchetto" possa modificare i rischi, nonché del prezzo e dei costi connessi a ciascuna componente .

La consultazione pubblica si è conclusa l'8 giugno 2016.

6.2 Raccomandazione sul contenuto del paragrafo "Avvertenze per l'investitore" riportato nei prospetti informativi

Sempre con riferimento al profilo della trasparenza informativa, la CONSOB ha recentemente emanato una Raccomandazione recante linee guida in materia d'inserimento e redazione del paragrafo "*Avvertenze per l'Investitore*" dei prospetti di offerta al pubblico e/o ammissione alle negoziazioni di strumenti finanziari (n. 96857 del 28 ottobre 2016).

La Raccomandazione è legata all'esigenza di intervenire in merito alla prassi, diffusa tra gli emittenti, di inserire nei prospetti d'offerta al pubblico e di ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari un paragrafo di "*Avvertenze per l'Investitore*", generalmente diretto a evidenziare aspetti di significativa rischiosità legati alla situazione finanziaria dell'emittente e/o alle caratteristiche dell'investimento.

In mancanza di indicazioni specifiche al riguardo nella Direttiva Prospetto, nel TUF e al livello regolamentare, gli operatori ne hanno sinora deciso autonomamente il contenuto; la Raccomandazione si propone, invece, di fornire delle linee guida da seguire nella redazione di tale paragrafo. Esso dovrebbe essere volto a dare effettivamente risalto, in maniera uniforme, sintetica e chiara, ai più significativi e rilevanti profili di criticità dell'Emittente e dell'investimento proposto, al fine di favorire l'immediata percezione del rischio da parte dell'investitore, lasciando, in ogni caso, ferma e impregiudicata l'applicazione del quadro normativo vigente in materia di prospetti.

In particolare, tale paragrafo non dovrebbe limitarsi a riportare quanto previsto nella sezione relativa ai fattori di rischio, ma dovrebbe fornire informazioni specifiche in merito a rischiosità proprie dell'emittente (che potrebbero influire in modo pervasivo sulla sua situazione finanziaria e gestionale, sì da avere un impatto diretto sulla recuperabilità dell'investimento proposto) o del prodotto oggetto di offerta o di ammissione alle negoziazioni.

In particolare, tale paragrafo dovrà riportare in modo sintetico un'indicazione dello specifico rischio (facendo anche rinvio alla sezione sui fattori di rischio per maggiori dettagli) ed essere redatto in forma discorsiva e con un'estensione limitata, utilizzando un linguaggio non tecnico e chiaro ed evitando duplicazioni informative nell'avvertenza.

Esso dovrà, inoltre, essere contenuto nella prima pagina del fascicolo del prospetto unico⁴ ovvero nella prima pagina del fascicolo del “Documento di Registrazione” e della “Nota Informativa”, in caso di prospetto tripartito, da pubblicarsi separatamente. In considerazione delle finalità sottese all’inserimento delle “Avvertenze per l’Investitore”, le indicazioni fornite nella 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, Regolamento Emittenti e della Comunicazione CONSOB n. DIE/13037777 del 3 maggio 2013).

Il paragrafo dovrà, inoltre, riportare la denominazione “Avvertenze per l’Investitore”, essere inserito in un riquadro analogo a quello utilizzato nel capitolo dei “Fattori di Rischio” e utilizzare una dimensione del carattere sufficiente a garantire un’agevole lettura.

Tra le ipotesi per le quali si dovrà procedere con l’inserimento del paragrafo “Avvertenza per l’investitore” vengono segnalate, a titolo esemplificativo, le offerte rese necessarie da esigenze di patrimonializzazione a fronte di situazioni critiche o andamento economico negativo dell’emittente; elevata rischiosità della qualità del credito per gli emittenti bancari; sottoposizione a procedure concorsuali; provvedimenti assunti dalle autorità competenti in grado di incidere in modo significativamente negativo sull’andamento gestionale; illiquidità degli strumenti finanziari non trattati in una sede di negoziazione multilaterale.

7. LA DIGITALIZZAZIONE DELLA DOCUMENTAZIONE DI INVESTIMENTO

Nell’ambito delle questioni relative alla chiarezza e fruibilità dell’informativa da prospetto, si iscrive anche il tema della pubblicazione del prospetto in formato digitale e della sua accessibilità attraverso una unica banca dati europea. Questo è un tema da tempo all’attenzione della Commissione Europea.

In data 15 novembre 2015 la Commissione ha pubblicato due importanti documenti sul tema.

Il primo è rappresentato dai *Regulatory Technical Standards* (‘RTS’) predisposti dall’ESMA ai sensi degli artt. 1- 5 della Direttiva 2014/51/EU (la “Direttiva Omnibus”) in materia di: approvazione del prospetto, incorporazione delle informazioni *by reference*, pubblicazione del prospetto e *dissemination* delle informazioni e pubblicità⁵. In essi (si vedano gli articoli da 6 a 10) è netta la posizione dell’ESMA di volere favorire l’uso del prospetto in forma elettronica anziché cartacea, in questo modo garantendo un facile accesso allo stesso da parte degli “end-users”.

⁴ Per prima pagina del fascicolo del prospetto deve intendersi la pagina immediatamente successiva alla copertina del prospetto.

⁵ Si veda COMMISSION DELEGATED REGULATION (EU) del 30.11.2015 supplementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards for approval and publication of the prospectus and dissemination of advertisements and amending Commission Regulation (EC) No 809/2004.

Il secondo e più importante è la proposta di *Regolamento relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di titoli*⁶, il cui articolo 20 prevede espressamente che il prospetto debba essere considerato a disposizione del pubblico soltanto quando è pubblicato in forma elettronica sul sito *web* dell'emittente, dell'offerente o della persona che chiede l'ammissione (o, se del caso, degli intermediari finanziari che provvedono al collocamento o alla vendita degli strumenti finanziari) o sul sito *web* del mercato regolamentato in cui è chiesta l'ammissione alla negoziazione, o del gestore del sistema multilaterale di negoziazione⁷.

E' altresì previsto che l'ESMA sviluppi un meccanismo di stoccaggio online con uno strumento di ricerca che gli investitori dell'UE potranno utilizzare gratuitamente⁸. Di conseguenza, ogniqualvolta le autorità competenti invieranno all'ESMA la versione elettronica di ogni prospetto approvato, esse invieranno anche una serie di "metadati" (ad esempio, tipo di emittente, tipo di titolo, tipo di sede di negoziazione, corrispettivo dell'offerta, tipo di emissione: iniziale o secondaria, ecc.) che permetterà l'indicizzazione dei prospetti sul sito *web* dell'ESMA.

Secondo il parere reso l'8 marzo 2016 dal Comitato economico e sociale europeo al Consiglio e al Parlamento Europeo in merito alla Proposta di Regolamento sul prospetto, tale previsione "dovrebbe dare un notevole impulso allo sviluppo dei mercati di capitali in Europa, aumentare la fiducia degli investitori e consentire una maggiore diversificazione dei prodotti finanziari. Per essere veramente efficace, una tale banca dati deve essere progettata in modo semplice per l'utente, ricorrendo a formati che consentano facilità di accesso e di utilizzo delle informazioni".

Più in particolare, i Servizi della Commissione Europea hanno proposto di istituire un registro centralizzato a livello UE seguendo un approccio analogo a quello del punto elettronico di accesso centralizzato della Direttiva *Transparency*, ossia di una sorta di "meta-database" a livello ESMA con accesso diretto ai *database* nazionali. Secondo tale proposta le autorità nazionali non potrebbero più limitarsi a pubblicare l'elenco dei prospetti ma dovrebbero altresì pubblicare l'intero prospetto e lasciarlo disponibile sul sito per almeno 5 anni.

Si ricorda qui che la Direttiva *Transparency* (così come modificata dalla Direttiva 2013/50/UE) ha previsto (all'art. 21) che entro il 1° gennaio 2018 debba essere istituito un portale, gestito dall'ESMA, che fungerà da punto di accesso elettronico europeo ("il punto di accesso") per i meccanismi di stoccaggio delle informazioni regolamentate.

⁶ Disponibile all'indirizzo web: <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015AE5834&from=IT>.

⁷ Con la Proposta - che si colloca all'interno del più ampio quadro della Capital Markets Union (CMU) - la Commissione ha immaginato una rivisitazione di tutta la Direttiva Prospetto con l'obiettivo di ridurre gli oneri amministrativi per le imprese (soprattutto da parte delle PMI) mantenendo gli stessi presidi di protezione per gli investitori. A tali fini il 18 febbraio 2015 la Commissione Europea aveva avviato una pubblica consultazione volta alla revisione della Direttiva prospetto.

⁸ Attualmente esiste già un registro ESMA dei prospetti e supplementi alimentati dalle notifiche delle Autorità competenti nazionali. Questo registro fornisce i *link* ai registri nazionali dove i prospetti sono pubblicati.