

**CONSOB**

Divisione Emittenti  
Via G.B. Martini, n. 3  
00198 ROMA

4 febbraio 2011

Spettabile Commissione

**Oggetto: Bozza di comunicazione su "*Messaggi pubblicitari relativi ad offerte al pubblico e/o ammissioni alle negoziazioni su di un mercato regolamentato di prodotti finanziari non-equity. Disciplina applicabile e raccomandazioni*"**

qui di seguito i nostri commenti in relazione alla bozza di comunicazione avente ad oggetto "*Messaggi pubblicitari relativi ad offerte al pubblico e/o ammissioni alle negoziazioni su di un mercato regolamentato di prodotti finanziari non-equity. Disciplina applicabile e raccomandazioni*", pubblicata in data 17 gennaio 2011 (la "**Comunicazione**").

Tali commenti sono limitati alle materie di specifica rilevanza per gli associati della scrivente associazione, ed in particolare a quelle inerenti i c.d. prodotti strutturati. I termini con lettera maiuscola di seguito utilizzati hanno gli stessi significati loro attribuiti nella Comunicazione.

\*\* \* \*\*

**1.** In linea di prima analisi, la scrivente associazione è a manifestare il proprio apprezzamento per l'intervento di Codesta Spettabile Commissione inteso a chiarificare il contenuto prescrittivo e la portata applicativa delle disposizioni in materia di messaggi pubblicitari, nonché ad individuare, mediante esemplificazioni concrete, le condotte che devono ritenersi non conformi alla normativa di riferimento.

Segnatamente, nell'attuale contesto di mercato e, in maniera particolarmente accentuata, nell'ambito di operazioni di ammissione alle negoziazioni senza il preventivo collocamento tramite soggetti abilitati, il canale pubblicitario rappresenta un importante (e talvolta il principale) strumento di promozione della vendita degli strumenti finanziari offerti, rispetto al quale è plausibile attendersi un ricorso sempre più significativo da parte degli operatori.

Si condivide pertanto l'esigenza, di cui la Comunicazione è espressione, di definire un sistema puntuale di regole, preordinato a garantire forme adeguate di tutela per gli investitori, che dettagli gli specifici requisiti di forma e di sostanza ai quali deve conformarsi l'informativa pubblicitaria.

Preme, tuttavia, evidenziare come, affinché gli obiettivi di tutela perseguiti possano compiutamente raggiungersi, debba essere garantita l'uniforme applicazione del sistema di regole in commento, con riferimento a tutti gli emittenti/offerenti di prodotti di investimento del tipo considerato sul mercato italiano.

Ciò allo scopo, in primo luogo, di scongiurare il verificarsi di pericolosi "vuoti" di tutela e disparità di trattamento tra gli investitori, nonché di assicurare la creazione ed il mantenimento di un *level playing field* per tutti gli operatori, impedendo distorsioni della concorrenza dannose per il mercato nel suo complesso.

A tal fine, si richiede a Codesta Spettabile Commissione di meglio delineare l'ambito oggettivo di applicazione della Comunicazione, esplicitando quali tipologie di prodotti finanziari debbano ritenersi comprese nella nozione rilevante di "prodotti non-equity" e, in specifico, di confermare se possa rinviarsi alla definizione fornita in occasione di precedenti interventi<sup>1</sup>.

2. In secondo luogo e sempre nell'ottica di garantire un'omogenea applicazione delle norme in commento, si osserva come la previsione dell'articolo 101 del TUF, primo comma, nel prevedere che *"la documentazione relativa a qualsiasi tipo di pubblicità concernente un'offerta è trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione"* con riferimento alle sole operazioni oggetto di prospetti approvati dall'autorità di vigilanza italiana, sia in grado di tradursi in una disparità di trattamento tra gli emittenti che utilizzano prospetti c.d. "domestici" ed emittenti che utilizzano prospetti c.d. "passaportati".

Si apprezza, in tal senso, il tentativo di Codesta Spettabile Commissione di riequilibrare tale sbilanciamento, raccomandando anche agli emittenti/offerenti di prodotti oggetto di prospetti approvati da autorità estere, di conformarsi a tale dettato normativo in sede di diffusione del relativo materiale pubblicitario in Italia.

Non può, tuttavia, sottacersi come l'efficace ed effettiva implementazione di una raccomandazione sia, giocoforza, rimessa sostanzialmente al buon senso degli operatori.

Tanto premesso, la scrivente associazione:

---

<sup>1</sup> Cfr. Quaderno di Finanza, n. 63, Studi e Ricerche (Aprile 2009), *Un approccio quantitativo risk-based per la trasparenza dei prodotti di investimento non-equity*, ove si chiarisce che con l'espressione "prodotti di investimento non-equity" si fa riferimento, *inter alia*, "ai fondi comuni di investimento aperti, alle SICAV, ai prodotti finanziario-assicurativi di tipo *unit-linked* e *index linked*, e ai prodotti finanziari emessi da banche quali i covered warrants, i certificates e le obbligazioni strutturate".

(a) chiede che venga meglio delimitato l'ambito applicativo della raccomandazione in oggetto e, in particolare, di chiarire se ed in quali termini il dettato dell'art. 101 TUF, comma 1, trovi applicazione, seppure come mera raccomandazione, ad operazioni relative a prospetti "passaportati" per le quali non sia richiesta la trasmissione alla Consob delle condizioni definitive relative alla singola offerta.

Appare complesso, infatti, per l'Autorità valutare, nello scenario considerato, la conformità del messaggio pubblicitario alla struttura del prodotto, nonché la coerenza con quanto indicato nella documentazione d'offerta (i.e. prospetto di base e condizioni definitive), della quale non dispone in maniera completa;

(b) auspica, nella misura in cui il riparto delle competenze di vigilanza stabilite a livello comunitario non consenta a Codesta Spettabile Commissione di esercitare un controllo altrettanto pervasivo sugli emittenti/offerenti che utilizzano prospetti c.d. "passaportati" ed al fine di evitare disparità di trattamento, un ridimensionamento dell'obbligo in commento per gli emittenti/offerti che utilizzano prospetti domestici. Ciò, soprattutto, alla luce della massiccia presenza sulla piazza italiana di emissioni/offerte relative a prospetti approvati da Autorità di Vigilanza straniera, pari, secondo dati di mercato, a circa il 60% dell'emissioni/offerte complessive<sup>2</sup>.

**3.** Fermo restando il proprio apprezzamento per lo sforzo profuso da Codesta Spettabile Commissione al fine di delimitare il quadro normativo di riferimento in materia di pubblicità, la scrivente associazione evidenzia l'opportunità di meglio esplicitare, sotto un profilo compiutamente applicativo, la portata della previsione per cui il messaggio pubblicitario debba indicare i rendimenti "*al netto degli oneri fiscali*" e, ove ciò non sia possibile, specificare "*che essi sono al lordo degli oneri fiscali*".

Si chiede, in particolare, di confermare se l'indicazione dei rendimenti lordi rappresenti una forma adeguata di *disclosure*, in quanto l'indicazione dei rendimenti netti appare, alla luce delle vigenti disposizioni tributarie, particolarmente problematica. A riguardo, si invita Codesta Spettabile Commissione a considerare, in un'ottica comparativa, le modalità di rappresentazione dei rendimenti impiegate nell'attività pubblicitaria afferente ai conti correnti ed ai conti di deposito.

**4.** Si fa riferimento ai comportamenti reputati "non in linea" con la normativa di riferimento, dei quali la Comunicazione, al paragrafo 4, fornisce un'elencazione esemplificativa.

La Comunicazione, da un canto, censura l'utilizzo nei messaggi pubblicitari di espressioni e modalità grafiche "difformi" che enfatizzino i vantaggi legati all'investimento rispetto ai rischi connessi e, dall'altro, ribadisce la necessità di presentare il messaggio, anche sotto il profilo grafico, secondo modalità tali da rendere immediata nell'investitore la percezione che

---

<sup>2</sup> Fonte: Il Sole24Ore, Finanza e Mercati, "Alt agli spot ingannevoli: Consob in campo sui bond" del 18 gennaio 2011.

si tratti di materiale promozionale e non di una scheda informativa o di altro documento sostitutivo del prospetto.

Ferma l'esigenza di consentire un'agevole identificazione del messaggio pubblicitario in quanto tale, preme rilevare quanto segue.

L'attività pubblicitaria è di per sé preordinata a soddisfare una esigenza promozionale, piuttosto che informativa, vale a dire a richiamare l'attenzione del pubblico sulle caratteristiche ed i vantaggi del prodotto al fine di incentivarne l'acquisto. I contenuti, così come generalmente la veste grafica del messaggio pubblicitario, sono pertanto espressione delle finalità perseguite (e dunque di "interessare" piuttosto che "informare" in maniera esaustiva il potenziale acquirente), essendo proprio tali caratteristiche quelle che ne consentono l'immediato riconoscimento.

Non può dubitarsi, peraltro, che in materia di offerta di prodotti finanziari sussistano specifiche esigenze di tutela, non comuni ad altri settori merceologici, che impongono l'adozione di cautele specifiche anche in sede di rappresentazione e comparazione grafica, nei messaggi pubblicitari, del rapporto intercorrente tra vantaggi e rischi connessi all'investimento.

Si reputa tuttavia che tali cautele non possano in ogni caso tradursi in una alterazione della natura promozionale intrinseca del messaggio.

In particolare, anche in considerazione delle ridotte dimensioni del messaggio pubblicitario, è di immediata percezione come una rappresentazione completa ed esaustiva di tutti gli svantaggi ed i rischi connessi all'investimento debba necessariamente trovare altrove la propria sede, vale a dire nella documentazione d'offerta cui il messaggio, come specificato nella Comunicazione, può e deve opportunamente fare rinvio.

Sul punto, la Comunicazione circoscrive l'estensione di tale rinvio al solo prospetto, censurando invece *"rinvii ad altri documenti, diversi dal prospetto che non siano stati approvati dalla Consob o da altra Autorità estera competente"*.

A riguardo si evidenzia come, nell'ambito di emissioni/offerte aventi ad oggetto prodotti relativi a prospetti "passaportati", la c.d. "scheda prodotto", documento ormai entrato nella prassi operativa, svolga un'essenziale funzione informativa a beneficio dell'investitore. Tale documento contiene infatti una rappresentazione tendenzialmente esaustiva, nonché decisamente più fruibile rispetto a prospetto e condizioni definitive, esprimendosi nella lingua dell'investitore (i.e. in italiano, mentre la documentazione d'offerta è disponibile solo in lingua originaria), del funzionamento e della struttura del prodotto, nonché degli scenari, esempi, svantaggi e rischi connessi all'investimento.

Si invita pertanto Codesta Spettabile Autorità a considerare l'opportunità di estendere il rinvio contenuto nel messaggio pubblicitario, oltre che al prospetto, anche alla scheda prodotto.

Si richiede poi di eliminare la previsione per cui il messaggio pubblicitario non debba omettere di menzionare "*qualsiasi altro rischio potenzialmente idoneo a influire sensibilmente sul rendimento del titolo pubblicizzato*", alla luce dell'estrema ampiezza e potenziale indeterminatezza dell'obbligo di *disclosure* che ne deriverebbe in capo all'emittente/offerente. Segnatamente, data la funzione promozionale che gli è propria nonché la necessità pratica di non appesantirlo eccessivamente di contenuti, appare ragionevole, come accade nella prassi operativa, che il messaggio promozionale si limiti a fornire rappresentazione dei rischi tipici dell'investimento, rinviando per gli altri a quanto indicato nella documentazione d'offerta.

Infine, con riferimento al paragrafo 4, punto (3) della Comunicazione, ritenendosi la locuzione "*modalità grafiche difformi*" suscettibile di creare incertezze applicative, la scrivente associazione è a manifestare a Codesta Spettabile Commissione la propria disponibilità ad aprire un tavolo di discussione al fine di individuare, avendo riferimento alla prassi di mercato e mediante esemplificazioni concrete, quali tipologie di rappresentazioni grafiche debbano ritenersi "difformi" e quali invece possano ritenersi in linea con il dettato normativo, nell'ottica di agevolare lo sviluppo di una *good practice* in materia.

\*\* \* \*\*

Ringraziando per l'opportunità offerta, si rimane a completa disposizione.

Con i migliori saluti,

Adele Bricchi  
Segretario Generale