

Oggetto: Documento di consultazione

“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” .

Nel documento vengono richiamati i principi normativi che regolano i contenuti e la modalità di diffusione dei messaggi promozionali relativi a prodotti d'investimento *non-equity*.

In particolare, i principi che disciplinano l'illustrazione del profilo rischio-rendimento di un prestito obbligazionario nei messaggi promozionali, affermano che:

1. “le informazioni contenute nell’annuncio non devono essere imprecise o tali da indurre in errore circa le caratteristiche, la natura e i rischi dei prodotti finanziari offerti e del relativo investimento” (art. 34-octies, comma 1, del RE e art. 15, comma 3 della Direttiva Prospetto);
2. “in coerenza con tale principio, l’annuncio pubblicitario che riporti i rendimenti conseguiti dall’investimento proposto: a) specifica il periodo di riferimento per il calcolo del rendimento; b) rappresenta in modo chiaro il profilo di rischio connesso al rendimento; c) opera il confronto con il parametro di riferimento indicato nel prospetto per la rappresentazione del profilo di rischio-rendimento o, in mancanza, con un parametro coerente con la politica d’investimento descritta nel prospetto; d) indica tali rendimenti al netto degli oneri fiscali e, ove ciò non sia possibile, specifica che essi sono al lordo degli oneri fiscali; e) riporta l’avvertenza “I rendimenti passati non sono indicativi dei quelli futuri”” (art. 34-novies, comma 1, del RE);
3. “il messaggio pubblicitario trasmesso con l’annuncio è coerente con le informazioni contenute nel prospetto pubblicato ovvero, relativamente agli strumenti finanziari comunitari, con quelle che devono figurare nel prospetto da pubblicare” (art. 34-octies, comma 2, del RE e art. 15, comma 3 della Direttiva Prospetto);

La Comunicazione in consultazione indica, tra l’altro, una lista di comportamenti che non risultano in linea con la citata normativa; di seguito qualche considerazione specifica su alcune delle indicazioni fornite nel documento:

- ***“l’utilizzo di espressioni che non siano pienamente conformi alle effettive caratteristiche dell’investimento come, ad esempio, l’utilizzo di termini quali “garantisce” o “assicura” o di espressioni quali “investimento semplice” o “investimento sicuro”***
 - a. con riferimento ai termini *“assicura”* o *“investimento sicuro”* l’indicazione fornita dalla Consob appare in parte impropria in quanto di fatto non esiste una disciplina che stabilisca in modo inequivocabile quando un investimento è o meno sicuro. Di

conseguenza la circostanza che queste scelte terminologiche siano o meno conformi alle caratteristiche dei prodotti viene lasciata alla piena discrezionalità degli emittenti, con il pericolo di un'informazione pubblicitaria fuorviante. Da qui l'opportunità di non utilizzare tali termini nei messaggi promozionali;

- b. con riferimento alla nozione di investimento "*semplice*" nuovamente si osserva l'assenza di una chiara codifica normativa basata sull'indicazione di uno o più parametri oggettivi qualificanti. Allo stato il concetto di prodotto "semplice" è del tutto soggettivo con la conseguenza che l'emittente può classificare e pubblicizzare come tali prodotti che sono solo apparentemente tali ma le cui effettive caratteristiche di rischio non sono di facile percezione per gli investitori e che, quindi, in mancanza di adeguati supporti informativi, verrebbero da questi sottovalutate.
- ***"il ricorso a locuzioni e termini che enfatizzino i vantaggi connessi con l'investimento omettendo o ridimensionando i rischi connessi indicando, ad esempio, il tasso cedolare senza specificare la sussistenza di un rischio di cambio ovvero senza menzionare la natura subordinata del titolo, oppure indicando come "certi" rendimenti potenzialmente aleatori, oppure omettendo di menzionare qualsiasi altro rischio potenzialmente idoneo a influire sensibilmente sul rendimento del titolo pubblicizzato"***
- a. in termini generali, il rendimento conseguibile da un prestito obbligazionario non è mai "*certo*" ma sempre aleatorio in ragione del rischio di credito e talora anche della stessa struttura cedolare. In particolare l'esposizione al rischio di credito comporta che esista sempre per l'investitore l'eventualità di subire perdite più o meno significative, sicché i tassi cedolari nominali di qualsiasi obbligazione sono in realtà incerti (ancorché in misure diverse) in quanto condizionati al mancato verificarsi di eventi di credito.
 - b. anche alla luce delle considerazioni di cui al punto precedente, il rinnovato invito contenuto nel documento di consultazione a fare esplicita menzione della presenza di vincoli di subordinazione in un prestito obbligazionario appare un progresso ancora parziale nel riconoscimento del ruolo fondamentale della trasparenza sul rischio di credito e sui suoi possibili effetti (incertezza, appunto) sul rendimento per l'investitore. Peraltro questa rischiosità non è propria esclusivamente delle obbligazioni subordinate, in quanto il rischio di credito è connaturato a qualsiasi

emissione obbligazionaria perché altro non è che il rischio di insolvenza dell'emittente. Pertanto, sarebbe opportuno da un lato raccomandare agli emittenti che venga data adeguata evidenza, all'interno delle iniziative promozionali, del rischio di credito che caratterizza ciascun prodotto, e dall'altro che nel caso dei prodotti subordinati si chiarisca che tale rischio comporta un'incertezza di rendimenti anche per il pericolo di una maggiore severità delle perdite in caso di default dell'emittente.

- ***“l'evidenziazione dei soli tassi cedolari massimi conseguibili quando le altre cedole sono aleatorie o inferiori”:***

- a. Tale indicazione è certamente valida quando il tasso d'interesse riconosciuto dalle obbligazioni è espresso in una forma semplice, come ad esempio per un'obbligazione a tasso fisso o misto o al più *reverse floater*. Tuttavia, nei casi più complessi, quando il tasso d'interesse è soggetto, attraverso articolate soluzioni di ingegneria finanziaria, ad esempio al verificarsi di *trigger event* ovvero al superamento di barriere ovvero ancora ad opzioni esotiche di tipo *lookback altiplano, cliquet* ecc., non è neanche possibile indicare brevemente la struttura cedolare del titolo ed è quindi necessario interrogarsi sulla modalità più efficace per rappresentare in modo chiaro le caratteristiche del prodotto offerto.
- b. Quando il *payoff* di uno strumento finanziario si differenzia dal semplice tasso fisso o tasso variabile, l'investitore non ha modo di comprendere i profili di complessità connessi ai diversi fattori di rischio che possono entrare in gioco. Pertanto, anche al fine di rendere fruibile la proposta commerciale, sarebbe opportuno che, indipendentemente dalla struttura, comunque complessa, del prodotto offerto, fossero indicati parametri semplici e oggettivi che qualifichino i rendimenti potenziali e il profilo di rischio dell'investimento tenendo conto di tutti i fattori di rischio che influiscono sul rendimento del titolo.

In questa prospettiva, le indicazioni che la Consob ha fornito con riferimento ai contenuti del prospetto d'offerta in occasione della consultazione relativa alla *“Raccomandazione sul prospetto d'offerta o di ammissione alle negoziazioni dei prodotti finanziari non rappresentativi di capitale, diversi dalle quote o azioni di OICR e dai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione: modalità di*

presentazione e contenuti dell'informativa sul profilo di rischio-rendimento e sui costi posta in consultazione nell'estate del 2009, rappresentano il *benchmark* delle informazioni sui rischi e sui rendimenti.

La raccomandazione infatti prevede che l'illustrazione del profilo di rischio e dei rendimenti potenziali ottenibili su uno specifico intervallo temporale venga affidata ad un *set* di indicatori quantitativi: il grado di rischio, gli scenari probabilistici dell'investimento finanziario alla scadenza, il corrispondente *unbundling* all'emissione con evidenza dei costi e l'orizzonte temporale d'investimento.

Tali indicatori sono determinati applicando metodologie oggettive e strumenti di analisi quantitativa alla misurazione e al monitoraggio del rischio complessivo e dei rendimenti potenziali della proposta d'investimento sull'orizzonte d'investimento consigliato all'investitore.