

*“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”.*

La materia oggetto di comunicazione riguarda il contenuto dei messaggi pubblicitari relativi a prodotti finanziari non-equity. Sebbene la lettera delle raccomandazioni e la descrizione dei comportamenti non in linea con la normativa sia condivisibile, rappresenta solo un insieme di condizioni necessarie, e non sufficienti per una comunicazione pubblicitaria che non violi la trasparenza. In particolare, le considerazioni svolte lasciano spazio per comunicazioni pubblicitarie che non siano in linea con la normativa nel caso di strumenti strutturati. Il punto fondamentale è che ogni prodotto strutturato corrisponde all’offerta di un fine di investimento prevalente, insieme a condizioni ancillari che lo espongono a fattori di rischio secondari. Orbene, ogni comunicazione che non esponga il fine prevalente dell’investimento è senz’altro fuorviante, e può addirittura integrare la fattispecie di pubblicità ingannevole. Nello stesso modo in cui un farmaco deve essere pubblicizzato per i suoi fini terapeutici specifici, e non per aspetti ancillari tipo il sapore, prodotti strutturati dovrebbero essere pubblicizzati per il tipo di investimento che propongono, piuttosto che per caratteristiche secondarie.

Illustriamo il principio generale con un esempio. Assumiamo un prodotto *reverse convertible* come quelli che hanno avuto larga diffusione sul mercato diversi anni fa. Il prodotto tipico era a scadenza breve, circa sei mesi, cedola molto alta, e certa (22% negli esempi che utilizzo nella mia didattica), e opportunità per l’emittente di effettuare il rimborso in termini di un numero di azioni di un certo altro emittente invece che in contanti. E’ chiaro che questo prodotto era creato per fornire l’opportunità di una scommessa ribassista sul titolo azionario oggetto di rimborso, piuttosto che per la cedola. La cedola stessa, tra l’altro, era in questo caso uno strumento di *marketing*. In un prodotto come questo, riportare la cedola nella comunicazione pubblicitaria rappresenterebbe una sottolineatura ulteriore di una comunicazione distorta. Si noti che comunque questo comportamento non violerebbe le raccomandazioni contenute nella bozza di comunicazione.

Questo banale esempio ci induce anche a ritenere che per prodotti strutturati (che integrano il caso in cui maggiore è la necessità di salvaguardia contro forme di pubblicità ingannevole), la Commissione richieda la pubblicazione di informazioni presenti nel prospetto che consentano di rappresentare in maniera oggettiva la presenza di queste fonti di rischio. Nell’esempio precedente, quindi, fermo restando che affermare che il titolo garantisce una cedola del 22% fornisce un’informazione distorta perché sottolinea un elemento del contratto che ne distorce e nasconde il contenuto, la rappresentazione della probabilità di perdita potrebbe bilanciare almeno parzialmente questa distorsione. Le raccomandazioni in tal senso contenute nella 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 il 14 luglio 2009, potrebbero risultare un utile punto di riferimento anche per le informazioni da riportare nei messaggi pubblicitari, in particolar modo per quanto attiene gli scenari probabilistici.

Al di là di questa osservazione di fondo, si segnalano dubbi sui punti specifici. In particolare,

- il punto che richiede che venga evitato *“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’”* non rimanda a definizioni regolamentari. In assenza di tali definizioni, il punto rimane altamente aleatorio
- il punto che richiede che venga evitato *“il ricorso a locuzioni e termini che enfatizzano 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***” è forse riferito a un mondo in cui esistevano investimenti certi (l’investimento *risk-free* dei nostri libri di testo). Questo mondo non esiste più, e ridisegnare la teoria finanziaria in assenza di investimenti *risk-free* è uno dei principali temi nell’agenda dell’accademia. Il termine “certo” è quindi senz’altro da evitare comunque nella comunicazione pubblicitaria. Inoltre, la natura subordinata di un titolo non è condizione sufficiente per indicare rischio di credito: un titolo subordinato di un emittente può essere largamente più sicuro in un titolo senior di un altro. Al di là dell’informazione sulla subordinazione o meno del titolo, parrebbe utile includere la necessità di fornire informazioni sul merito di credito dell’emittente, che dovrebbe essere rafforzata con un particolare *caveat* in presenza di subordinazione.