

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

A) Considerazioni generali

Il documento esamina il profilo dei messaggi promozionali, ma probabilmente un intervento regolamentare potrebbe riguardare uno spettro più ampio anche a monte di tale momento

Altrettanto concerne il limite verso i soli prodotti non equity risultando spesso sottile la separatezza nell'**ibrido** e nello **strutturato**.

Il profilo sotto indagine qui commentato è quindi solo quello della congruenza fra messaggi e contenuti dello strumento e dei documenti obbligatori, come suggerito dall'Authority.

La normativa consente l'emissione diretta di strumenti da parte di intermediari sul mercato senza ricorrere a sindacati di collocamento. Tale modello è stato applicato recentemente da grandi banche, ma potrebbe essere replicato a livello locale anche da istituti minori. Il profilo della completezza informativa e della trasparenza potrebbe in quei casi risultare minore.

Si propone all'attenzione la particolare difficoltà di lettura e comprensione di un Prospetto Informativo rispetto alla agevole comprensione di un messaggio pubblicitario. Sotto un profilo comportamentale del risparmiatore meno informato e qualificato, questo elemento può addirittura costituire elemento preferenziale. Il consentire la conclusione di una proposta contrattuale o l'adesione ad un'offerta solo attraverso l'uso della promozione resta elemento delicato cui potrebbe far fronte una **clausola di jus poenitendi** agganciata alla carenza del Prospetto ed alla mera azione, efficace ed informale, dell'azione promozionale. Resta vero che tale facoltà è scarsamente utilizzata ma costituirebbe nel tempo un messaggio educativo per il risparmiatore.

L'enfasi è posta nel documento sul modello pubblicitario, ma altrettanto regolamentabile è il modello del collocamento presso i propri sportelli delle obbligazioni bancarie, laddove il **linguaggio verbale e diretto ha certamente peso preponderante rispetto a quello formale**, ufficiale e scritto previsto dalla normativa. Sempre sotto un profilo formale ma rilevante nei contratti relativi a promozioni in oggetto **si può immaginare una clausola di conferma della piena comprensione dello strumento**, della sua combinazione R/R e della assenza (al momento) del PI giuridicamente dedicato alla miglior tutela

Nessun dubbio sulla congruità del richiamo della Consob rispetto alle offerte senza collocamento tramite soggetti terzi autorizzati; è opportuno sottolineare che tale opportunità è di fatto consentita solo ad intermediari e non ad altri emittenti. **Potremmo definirlo un auto-collocamento**; in realtà in alcuni casi si verifica un sistema misto con delega ad intermediari per il collocamento di parti dell'emissione. Viene comunque a mancare il positivo conflitto di interessi fra emittente e collocatore che può agevolare (in astratto) la miglior offerta al cliente.

Si propone anche l'ipotesi della iscrizione obbligatoria di una indicazione in merito alla combinazione per il soggetto dei ruoli di emittente e collocatore con specifica acquisizione della firma. Ovviamente ciò deve valere anche per ogni emissione di controllata, collegata o correlata con ulteriore indicazione in caso di posizione creditoria nei confronti dell'emittente da parte del gruppo dell'intermediario.(nel

rispetto ovviamente della tutela della privacy in merito alla dimensione della stessa, oltretutto variabile nel corso della stessa offerta).

E' opportuno ricordare che nelle versioni iniziali del TUF, la pubblicità era possibile solo dopo la pubblicazione del prospetto, mentre ora è possibile anche prima, fatto salva la segnalazione del futuro prospetto. Non è materia di competenza ma merita segnalazione.

B) considerazioni puntuali sul testo

(in blu grassetto quelle suggerite rispetto ai punti a loro volta riportati in blu). Laddove compare OK, il riferimento riportato in blu è condiviso senza osservazioni.

Disciplina applicabile e raccomandazioni.

1. Premessa

Con la presente comunicazione si ritiene opportuno richiamare l'attenzione degli operatori sulle disposizioni applicabili alla diffusione di messaggi pubblicitari finalizzati a promuovere l'acquisto o la sottoscrizione di prodotti finanziari.

Con particolare riferimento alle operazioni concernenti prodotti diversi dai titoli di capitale si è infatti ravvisata la necessità di fornire indicazioni sulla corretta interpretazione delle disposizioni in materia a fronte di messaggi il cui contenuto non appare del tutto in linea con i principi normativi in vigore.

Si è inoltre osservato un crescente ricorso al canale pubblicitario in occasione di operazioni di ammissione alle negoziazioni senza preventivo collocamento tramite soggetti abilitati. In tali ipotesi infatti il ricorso al messaggio pubblicitario costituisce il principale strumento attraverso il quale gli emittenti/offerenti promuovono la vendita degli strumenti finanziari offerti.

Nella trattazione che segue, dopo aver richiamato la disciplina applicabile alla materia, si forniscono indicazioni in ordine al contenuto dei messaggi pubblicitari, evidenziando comportamenti che non si ritengono conformi alle disposizioni vigenti e che potrebbero formare oggetto di interventi da parte della Consob.

Si premette che le disposizioni previste in materia di annunci pubblicitari sono applicabili in tutte le ipotesi in cui trova ingresso la disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari, nonché – in linea con il dettato comunitario – in tutti i casi in cui la normativa comunitaria prescrive l'obbligo di redigere un prospetto, ivi comprese le ipotesi in cui il prospetto sia di sola ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato.

Si richiama inoltre l'attenzione sulla circostanza che, ai sensi dell'articolo 1, comma 1, lettera t) del TUF, si ha un'offerta al pubblico in presenza di "ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati". Alla luce di tale definizione anche la diffusione di messaggi promozionali finalizzati alla vendita o sottoscrizione di prodotti finanziari, pur se effettuata in assenza di collocamento tramite soggetti abilitati, può essere considerata, ricorrendone i presupposti, un'offerta al pubblico.

Da ultimo si rammenta che i criteri dettati dalla Consob nel Regolamento Emittenti recepiscono nell'ordinamento nazionale i principi stabiliti dalla Direttiva 2003/71/UE (Direttiva Prospetto) ed in quanto tali devono ritenersi validi anche per i messaggi pubblicitari relativi ad offerte e/o ammissioni il cui prospetto è approvato da altra Autorità competente dell'Unione.

2. Le disposizioni applicabili

Il terzo comma dell'articolo 101 del D.lgs. n. 58/98 (TUF) dispone che "La pubblicità è effettuata secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento in conformità alle disposizioni comunitarie e, in ogni caso, avendo riguardo alla correttezza dell'informazione e alla sua coerenza con quella contenuta nel prospetto, se è già stato pubblicato, o con quella che deve figurare nel prospetto da pubblicare".

Tali criteri sono riportati negli articoli 34-octies e 34-novies del Regolamento di attuazione del TUF concernente la disciplina degli emittenti (Regolamento Emittenti). In linea con quanto previsto dalla disciplina comunitaria, l'articolo 53 del Regolamento Emittenti prevede inoltre l'applicabilità degli articoli 34-octies e 34-novies anche nel caso di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato.

I principi dettati dalla normativa applicabile sono i seguenti:

OK a) l' annuncio pubblicitario indica che un prospetto è stato o sarà pubblicato e il luogo in cui il pubblico può procurarselo nonché gli altri eventuali mezzi attraverso i quali può

procurarselo ovvero può consultarlo (art. 34-octies, comma 4, del RE e art. 15, comma 2 della Direttiva Prospetto);

chiarire: pubblicità, promozione, redazionale, correlazione di altra natura con l'editore o altro soggetto coinvolto nella pubblicazione; non costituisce azione promozionale l'opera giornalistica in cui vi sia indipendenza tra autore e soggetti di cui si tratta

OK b) la pubblicità deve essere chiaramente riconoscibile in quanto tale (art. 34-octies, comma 1, del RE e art. 15, comma 3 della Direttiva Prospetto);

c) 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);

PRECISARE: non si può ripetere l'intero prospetto, il testo pubblicitario non può assimilarsi ad una comunicazione di garanzia; il riempimento fisico dello spazio con troppi dati è inefficace

d) 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);

OK; se ne deduce uno scarso interesse prospettico a pubblicare dati incondizionati di rendimento, se non quando la relativa eccellenza ne faciliti la corretta esposizione; come interpretare quindi l'assenza di dati relativi al rendimento nell'azione promozionale di prodotti di RG?

OK e) gli annunci pubblicitari che riportino risultati di statistiche, di studi o elaborazioni di dati, o comunque vi facciano riferimento, ne indicano le fonti (art. 34-novies, comma 1, del RE);

NON E' AFFERMAZIONE RIDONDANTE? f) 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);

OK MA GIA' PRESENTE g) ogni annuncio pubblicitario reca, con modalità tali da garantire un'immediata e agevole percezione, la seguente avvertenza: "prima dell'adesione leggere il prospetto". (art. 34-octies, comma 3, del RE).

Si rammenta, da ultimo che, in virtù del potere attribuito dal sesto comma dell'articolo 15 della Direttiva Prospetto, l'articolo 101 del TUF prevede, al primo comma, che "la documentazione relativa a qualsiasi tipo di pubblicità concernente un'offerta è trasmessa alla Consob contestualmente alla sua diffusione".

OK IN QUESTA PREVISIONE VI E' UNA INDICAZIONE DI TERMINE CHIARA (non con termini temporalmente indefiniti quali senza indugio, nel più breve o altro)

Ancorché tale disposizione sia applicabile alle sole operazioni oggetto di prospetti approvati dalla Consob, si raccomanda anche agli emittenti/offerenti di prodotti oggetto di prospetti approvati da altre Autorità competenti di inoltrare la documentazione pubblicitaria alla Consob contestualmente alla diffusione in Italia, al fine di agevolarne l'attività di vigilanza.

OK ma cosa succede in caso di diverso comportamento soprattutto quando l'emittente coordina le proprie soluzioni in merito con quelle dei paesi dove fosse maggiormente interessato. Qual è il dettaglio delle regole e delle previsioni disciplinari nel caso attivabili?

3. Modalità di redazione dei messaggi pubblicitari

Come anticipato in premessa, si è di recente assistito ad un incremento del ricorso ai messaggi pubblicitari aventi ad oggetto prodotti non-equity, soprattutto obbligazioni bancarie, in particolare per promuovere operazioni di acquisto in borsa nei casi in cui non sia previsto un preventivo collocamento tramite intermediari finanziari

SPIEGHEREI CHE SI TRATTA DI UN'EVOLUZIONE TECNICO TATTICA DEI MECCANISMI IN USO NEL DECENNIO PRECEDENTE.

Si è inoltre riscontrato che spesso, nella redazione dei messaggi pubblicitari, gli elementi relativi alla promozione del prodotto finanziario (ad es. la descrizione dei vantaggi connessi all'investimento) vengono evidenziati con particolare enfasi mentre sono omesse informazioni necessarie per non indurre in errore i risparmiatori ovvero si fa ricorso a soluzioni grafiche potenzialmente fuorvianti.

E' incongruo per la azione pubblicitaria enfatizzare esiti negativi; al fine di valutare ex-post la correttezza del messaggio in caso di accadimenti penalizzanti, si potrebbe prevedere che. L'EMITTENTE DEVE INDICARE DI SUA INIZIATIVA E SOTTO LA SUA RESPONSABILITA' TUTTI GLI ELEMENTI CHE INQUADRANO LE PROSPETTIVE DI RISCHIO E DI RENDIMENTO DELLA OPERAZIONE PROMOSSA. L'EMITTENTE RESTA RESPONSABILE DI EVENTUALI DANNI PER ACCADIMENTI CHE NON FOSSERO STATI PREVENTIVAMENTE INDIVIDUATI E SEGNALATI NEL DOCUMENTO

Si ribadisce che uno dei criteri principali dettati dalla normativa in materia prevede che il messaggio pubblicitario non solo deve essere coerente con quanto indicato nel prospetto e non deve contenere imprecisioni, ma **soprattutto non deve indurre in errore l'investitore circa le caratteristiche, la natura e i rischi** dei prodotti finanziari offerti. OK

Pertanto **non appaiono in linea** con la citata normativa i seguenti comportamenti:

- 1) 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";

SI E' COSI' SANCITO L'ELIMINAZIONE DEI VOCABOLI QUI RIPORTATI, MA SI GENERA LA CREAZIONE DI MERI VOCABOLI SOSTITUTIVI. ANCHE IN QUESTO CASO SI PROPONE UNA PREVISIONE CHE POSSA CONSENTIRE EX-POST UNA CONDIZIONE DA MOTIVARE E GIUSTIFICARE A CARICO DELL'EMITTENTE

2) l'utilizzo di modalità grafiche difformi per enfatizzare i vantaggi rispetto ai rischi dell'investimento;

QUESTO SIGNIFICA IN ASSOLUTO (O SOLO IN PARTE) L'ABOLIZIONE DEI CARATTERI PIU' PICCOLI CARATTERISTICI DELLA COMUNICAZIONE? OPPURE L'ADOZIONE IN VIA AD ESEMPIO TABELLARE DI UNA COMPARAZIONE A CARATTERI OMOGENI DEGLI SWOT DELLA EMISSIONE?

3) nel caso si pubblicizzino più tipologie di strumenti finanziari all'interno dello stesso messaggio, l'enfatizzazione dei vantaggi connessi all'investimento in solo alcune delle tipologie pubblicizzate ingenerando così nell'investitore la convinzione che quegli stessi vantaggi siano applicabili a tutti i titoli che costituiscono oggetto del messaggio promozionale; OK

4) l'evidenziazione dei soli tassi cedolari massimi conseguibili quando le altre cedole sono aleatorie o inferiori;

INSERIREI ANCHE LA CORRETTEZZA GRAFICA E DI TESTO RELATIVA ALLE PRIME CEDOLE RISPETTO ALLE SUCCESSIVE

5) l'omessa indicazione, quando gli strumenti finanziari sono direttamente quotati sul mercato, della circostanza che il rendimento può variare nel tempo in funzione del prezzo di negoziazione sul mercato; OK

6) l'inserimento di informazioni, espressioni o termini che possano contraddire o integrare le informazioni riportate nel prospetto. OK

Si rammenta poi che sia a livello comunitario che a livello nazionale è prescritto che la pubblicità sia chiaramente riconoscibile come tale. In tal senso si ribadisce la necessità di presentare il messaggio pubblicitario con una veste grafica che ne consenta un'agevole identificazione e di non strutturare il messaggio in modo tale da costituire una scheda informativa che l'investitore possa intendere come sostitutiva del relativo prospetto. OK

Da ultimo, avuto riguardo alla disposizione che prevede che il messaggio pubblicitario indichi che un prospetto è stato o sarà pubblicato e il luogo in cui è possibile reperirlo, si raccomanda di: a) indicare l'Autorità di competenza che ha approvato il prospetto e la relativa data di approvazione; b) evitare rinvii ad altri documenti diversi dal prospetto che non siano stati approvati dalla Consob o da altra Autorità estera competente. Qualora poi il

luogo in cui gli investitori possono procurarsi il prospetto sia rappresentato da un sito web, lo stesso dovrà garantire un'agevole ed immediata individuazione del prospetto.

IL PRESIDENTE