



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

***RELAZIONE
PER L'ANNO 2007***

ROMA, 31 MARZO 2008

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente

Lamberto CARDIA

Componenti

Paolo DI BENEDETTO

Vittorio CONTI

Michele PEZZINGA

Luca ENRIQUES

Direttore Generale

Massimo TEZZON

3. Le nuove aree di vigilanza della Consob

3.1. La vigilanza di trasparenza sui prodotti finanziario-assicurativi

La competenza istituzionale attribuita alla Consob in tema di trasparenza dei prodotti finanziari offerti al pubblico dei risparmiatori comprende oggi, grazie agli interventi legislativi effettuati nel corso del 2005 e 2006 (l. 262/2005 e d.lgs. 303/2006), i contratti assicurativi a prevalente contenuto finanziario, individuati dalla stessa legge nelle polizze dei rami vita III (cc.dd. *unit* e *index linked*) e V (operazioni di capitalizzazione), fatta eccezione per i contratti destinati ad attuare forme pensionistiche complementari.

Le ragioni di tale scelta normativa sono da rintracciare nella volontà del legislatore di eliminare l'eterogeneità nella disciplina della trasparenza di prodotti finanziari fungibili, ma emessi da soggetti disciplinati, in virtù dell'attività economica svolta, da regimi normativi differenti.

La Consob, esercitando la propria potestà normativa, ha predisposto, nell'ambito delle disposizioni regolamentari in materia di emittenti, le regole che le imprese di assicurazione devono rispettare nello svolgimento dell'offerta e gli schemi di prospetto per i differenti "prodotti finanziari-assicurativi", con l'obiettivo di favorire:

- una miglior comprensione delle caratteristiche finanziarie di tali prodotti;
- una maggior fruibilità dell'informativa per gli investitori non sofisticati;
- una più agevole comparabilità con i prodotti percepiti, dagli stessi investitori, come equivalenti.

Nel rispetto dei vincoli comunitari posti dalle direttive del settore assicurativo (Direttiva 2002/83/CE) e in coerenza con le scelte già operate dal legislatore nazionale nel Codice delle assicurazioni private (d.lgs. 209/2005), non è stato previsto un regime di autorizzazione del prospetto che viene depositato presso l'archivio della Consob, contestualmente all'avvio dell'offerta.

Non essendo previsto un controllo preventivo del prospetto, la Consob ha ritenuto necessario, anche per poter eventualmente esercitare i poteri interdittivi di cui all'art. 99 del Tuf, sviluppare meccanismi di monitoraggio della trasparenza dell'offerta in una fase successiva al deposito del Prospetto.

In considerazione della complessità dei prodotti finanziario-assicurativi e delle specificità sottese alla loro ingegnerizzazione finanziaria – frequentemente combinata a elementi tecnici appartenenti alla sfera attuariale-assicurativa – è stato definito un modello di vigilanza basato su appositi strumenti, anche informatici.

Il modello è stato elaborato con un duplice obiettivo:

- a livello di singolo prodotto, per verificare la conformità dell'informativa contenuta nella documentazione d'offerta agli schemi regolamentari;
- a livello di mercato, per realizzare una “mappatura” delle caratteristiche dei prodotti oggetto di sollecitazione funzionale ad analizzare le dinamiche dell' offerta (ossia, le politiche commerciali delle imprese di assicurazione) e della domanda (l'orientamento degli investitori).

Il modello di vigilanza si basa sulla analisi di alcuni elementi chiave contenuti nel relativo prospetto informativo e attinenti agli aspetti di onerosità e rischiosità del prodotto stesso.

Elemento essenziale della disciplina di trasparenza imposta dalla Consob riguarda la rappresentazione della struttura dei costi dei prodotti finanziario-assicurativi, mediante una tabella che descrive la scomposizione in termini percentuali del premio versato, al fine di distinguere la diversa natura dei vari costi sostenuti dall'investitore, dando piena trasparenza all'onerosità del prodotto.

È stata inoltre prevista un'adeguata descrizione dei prodotti in relazione alle caratteristiche della loro ingegnerizzazione finanziaria e dei relativi fattori di rischio.

In particolare, per i prodotti di tipo *unit linked* o *index linked*, è stata richiesta l'indicazione qualitativa del grado di rischio del prodotto e una adeguata rappresentazione degli scenari di rendimento del capitale investito al termine della durata del contratto, da rappresentare mediante il confronto probabilistico con il rendimento di un'attività finanziaria priva di rischio sul medesimo orizzonte temporale.

Con riferimento ai prodotti finanziari di capitalizzazione che investono in gestioni interne separate e/o in altre provviste di attivi, è stata prevista una adeguata trasparenza sul funzionamento del processo di rivalutazione periodica al fine di superare l'elevato grado di opacità che ha finora caratterizzato tali prodotti. Infatti, sebbene alcune caratteristiche tecnico-contrattuali (e.g. il rendimento minimo garantito) tutelino il potenziale investitore-contrante, le polizze di capitalizzazione presentano rilevanti profili di problematicità connessi al processo di valorizzazione delle attività finanziarie che ne caratterizzano l'investimento. La c.d. rivalutazione periodica del capitale investito in questo tipo di prodotto è legata al risultato della gestione, e, quindi, a una valorizzazione degli attivi che non si basa sul valore corrente di mercato (come invece richiesto per le quote di fondi interni e/o Oicr nei prodotti di tipo *unit linked* ovvero per le componenti obbligazionarie e

derivative nei prodotti di tipo *index linked*), bensì sugli utili o le perdite effettivamente realizzati.

Nel periodo luglio - dicembre 2007, i prospetti d'offerta depositati presso l'Archivio Prospetti della Consob e sottoposti all'attività di vigilanza sono stati 444, di cui il 78% relativi a prodotti assicurativi di tipo *index linked* o *unit linked*, con una lieve prevalenza dei primi, e il 22% a prodotti di capitalizzazione.

L'applicazione di specifici allertatori previsti dal modello di vigilanza ha consentito di rilevare la presenza di anomalie nella documentazione depositata. Le segnalazioni dei sistemi di vigilanza, che hanno spesso comportato approfondimenti di natura quantitativa tesi a verificare le caratteristiche di rischio dei prodotti attraverso l'analisi della loro morfologia finanziaria, hanno comportato interventi di *enforcement* su 182 prospetti, portando, in molti casi, all'aggiornamento dell'informativa per gli investitori con l'obiettivo di evitare un'erronea e/o incompleta rappresentazione dei costi e/o dei rischi dei prodotti offerti. Gli interventi, che hanno coinvolto in modo sostanzialmente omogeneo le diverse tipologie di prodotti, hanno riguardato in un terzo dei casi la scomposizione dei costi, con una maggiore frequenza per i prodotti di tipo *unit linked* e *index linked*, e in due terzi la rappresentazione della ingegnerizzazione finanziaria e dei relativi fattori di rischio.

L'applicazione del modello di vigilanza, unitamente alle azioni di *enforcement* realizzate nel corso del secondo semestre del 2007, ha messo in evidenza alcuni problemi applicativi del Regolamento Emittenti. Sono state quindi predisposte ipotesi di modifiche delle norme regolamentari e degli schemi di prospetto per minimizzare le incertezze interpretative.

Tali ipotesi sono state sottoposte a consultazione, nell'ambito di una più generale consultazione condotta congiuntamente da Consob e Isvap per coordinare la disciplina dettata dal Codice delle Assicurazioni e dai regolamenti Isvap (relativa alla distribuzione di polizze di ramo I) e quella recata dal Tuf e dai regolamenti Consob (relativa ai prodotti finanziari di ramo III). Al termine dei lavori, Consob e Isvap adotteranno una comunicazione congiunta che renderà definitive le indicazioni operative e stipuleranno un protocollo d'intesa al fine di coordinare l'esercizio delle rispettive funzioni di vigilanza.



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

***RELAZIONE
PER L'ANNO 2008***

ROMA, 31 MARZO 2009

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Presidente

Lamberto CARDIA

Componenti

Paolo DI BENEDETTO

Vittorio CONTI

Michele PEZZINGA

Luca ENRIQUES

Direttore Generale

Antonio ROSATI

I prospetti d'offerta oggetto di verifica sono stati selezionati in applicazione di un modello di vigilanza già applicato a partire dal 2007 nell'ambito della vigilanza sui prospetti dei fondi comuni. In particolare sono stati esaminati 549 prospetti, pari a circa il 50 per cento dei documenti depositati (1.136) (Tav. 31). I prospetti oggetto di enforcement sono stati 215; in 211 casi il documento originariamente depositato è stato modificato, mentre in 4 casi l'impresa d'assicurazione ha deciso di annullare il deposito procedendo alla risoluzione dei contratti in essere.

Tav. 31

Interventi di enforcement sui prodotti assicurativi svolti nel 2008

Tipologia di contratto	Prospetti depositati	Prospetti oggetto di enforcement	Interventi di enforcement distinti per area					Totale
			Unbundling dell'investimento	Struttura finanziaria e rischio	Mechanismi di rivalutazione	Scenari di rendimento	Altro	
<i>unit linked</i>	537	127	98	50	--	43	50	241
<i>index linked</i>	428	62	26	1	--	39	10	76
capitalizzazione	171	26	11	--	14	--	5	30
<i>Totale</i>	<i>1.136</i>	<i>215</i>	<i>135</i>	<i>51</i>	<i>14</i>	<i>82</i>	<i>65</i>	<i>347</i>

L'attività di enforcement ha riguardato più macro-aree informative, determinando un totale di 347 interventi. I profili di maggiore criticità in termini di trasparenza della documentazione d'offerta sono stati rilevati con riferimento alla rappresentazione della struttura dei costi e degli scenari di rendimento.

Nell'ambito dell'attività di vigilanza, particolare attenzione è stata dedicata al monitoraggio del rischio di credito dei prodotti finanziario-assicurativi di tipo *index linked*.

Tali prodotti, come noto, combinano un'assicurazione sulla vita con una componente obbligazionaria; quest'ultima assicura tra l'altro il rimborso a scadenza del capitale investito. La sottoscrizione di polizze *index linked* comporta quindi l'assunzione del rischio di controparte dell'emittente al quale è riconducibile la componente obbligazionaria. Il deterioramento dell'affidabilità creditizia di taluni emittenti, determinato dall'evoluzione della crisi *subprime*, ha avuto riflessi sul valore delle obbligazioni sottostanti alle polizze e, dunque, delle polizze stesse.

L'attività di monitoraggio, svolta sulla totalità delle index linked in essere e offerte alla clientela retail, ha consentito di identificare i prodotti che presentavano maggiori criticità in termini di potenziali perdite per gli investitori. Con riferimento a tali prodotti, sono stati effettuati approfondimenti sulle strutture e, ove necessario, interventi finalizzati a garantire la massima trasparenza agli investitori circa le variazioni peggiorative del profilo di rischio-rendimento. A tal fine le imprese di assicurazione i cui prodotti sono stati oggetto di intervento hanno fornito

adeguate comunicazioni sui propri siti internet e sui mezzi di stampa, informando al contempo i singoli investitori e le reti di vendita nei casi più problematici.

L'azione di vigilanza sui prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione è stata orientata anche dagli eventi che hanno interessato il gruppo Lehman Brothers, le banche islandesi, nonché dalla frode posta in essere dalla società Bernard L. Madoff Investment Securities LLC.

Con riferimento a talune polizze index linked collegate a obbligazioni emesse da una società del gruppo Lehman Brothers, sono state analizzate le iniziative avviate dalle imprese di assicurazione a tutela degli investitori verificando, tra l'altro che venisse garantita la massima trasparenza informativa sulle caratteristiche di rischio-rendimento dei prodotti.

L'azione di vigilanza ha riguardato anche le iniziative poste in essere da talune imprese di assicurazione con riferimento a polizze index linked garantite, rispettivamente, da Lehman Brothers (per un controvalore di circa 1,3 miliardi di euro) e da una società veicolo di un gruppo italiano (circa 400 milioni di euro); tali iniziative erano volte alla restituzione, con modalità tecniche differenti, del premio versato alla data di scadenza del prodotto, ovvero in alcuni casi a una data successiva.

Con riferimento ai prodotti index linked collocati attraverso prospetto depositato presso la Consob e con emittente bancario di diritto islandese, le imprese di assicurazione sono state invitate a rappresentare alla propria clientela, mediante opportune comunicazioni sul sito internet, il deterioramento della situazione finanziaria delle banche garanti delle polizze già nel mese di giugno, ossia prima degli eventi (verificatisi il successivo ottobre) che hanno peggiorato il rischio di credito di tali emittenti.

Al fine di rendere disponibile al pubblico un'informativa adeguata, è stata altresì oggetto di accertamenti, mediante richieste di dati e notizie alle imprese di assicurazione, l'esposizione dei fondi interni, collegati a prodotti di tipo unit linked commercializzati in Italia, agli attivi interessati dalla frode Madoff.

Con riguardo all'attività di coordinamento tra Consob e Banca d'Italia, nel 2008 sono stati avviati i lavori dei comitati di contatto fra i due Istituti previsti dal Protocollo d'intesa stipulato in data 31 ottobre 2007, ai sensi dell'art. 5, comma 5-bis, del Tuf, al fine di coordinare l'esercizio delle funzioni di vigilanza e ridurre al minimo gli oneri gravanti sui soggetti vigilati.

In tale quadro, Banca d'Italia e Consob, in data 7 novembre 2008, hanno siglato un accordo per il coordinamento delle procedure per l'emanazione dei provvedimenti autorizzativi per i quali il Tuf prevede il rilascio di pareri. Le procedure coordinate descritte nell'accordo riguardano, in particolare, le autorizzazioni relative a Sim e altre imprese di investimento, Sgr, Sicav e all'offerta in Italia di Oicr non armonizzati. Le stesse procedure hanno sostituito quelle disciplinate dal Protocollo d'intesa del 12 luglio 1999.

L'attività di coordinamento ha interessato anche la documentazione richiesta dalla Banca d'Italia alle banche in sede di presentazione dell'istanza di autorizzazione alla prestazione di servizi di investimento, e per la quale è previsto il successivo invio alla Consob.

Il prospetto semplificato degli Oicr aperti italiani, unico documento soggetto a obbligo di consegna, avrà un limitato numero di pagine e sarà suddiviso in due parti, soggette ad aggiornamento autonomo; la prima parte, denominata “informazioni generali”, sarà focalizzata sulle modalità di sottoscrizione, switch e rimborso e sull’informativa relativa alla società-prodotto; la seconda, denominata “informazioni essenziali”, riguarderà le caratteristiche generali dell’Oicr e i profili di rischio-rendimento e di costo, al fine di consentirne una migliore e più immediata fruizione da parte degli investitori e una riduzione dei costi per gli offerenti e i collocatori. Le nuove disposizioni avvicinano il documento d’offerta al nuovo modello di prospetto semplificato (cosiddetto Key Information Document) in via di definizione in ambito comunitario.

La semplificazione della struttura della documentazione d’offerta ha riguardato anche i prodotti finanziario-assicurativi, per i quali è prevista una scheda sintetica costituita da un limitato numero di pagine e suddivisa in due parti soggette ad aggiornamento autonomo, similmente a quanto disposto per i fondi aperti. Ulteriori novità riguardano il superamento dell’obbligo di utilizzo del rating quale parametro segnaletico del merito di credito degli emittenti e l’introduzione della facoltà per tutti i fondi di indicare gli scenari di probabilità già obbligatori per prodotti a obiettivo di rendimento o di protezione, oltre che per i prodotti finanziario-assicurativi di tipo index-linked e, in generale, per i prodotti assistiti da una garanzia.

Tali innovazioni rispondono anche all’esigenza di promuovere, attraverso il “livellamento del campo di gioco”, la concorrenza tra prodotti succedanei quali Oicr aperti e prodotti finanziario-assicurativi appartenenti ai rami III e V (prodotti *index* o *unit linked* e di capitalizzazione). La frammentazione della disciplina di trasparenza relativa all’offerta al pubblico di tali prodotti d’investimento non favorisce, infatti, una piena comparabilità degli stessi con riguardo alla rappresentazione dei relativi profili di rischio e di onerosità.

Il processo di integrazione dei prodotti d’investimento cosiddetti “non-equity”, compiutosi negli ultimi anni, ha reso molto simili le strutture finanziarie di fondi comuni, prodotti finanziario-assicurativi e titoli obbligazionari bancari in termini di combinazione dei fattori di rischio e finalità di investimento. Per questo motivo, benché i soggetti emittenti (tipicamente società di gestione, banche e imprese di assicurazioni) siano assoggettati a discipline differenti, tali prodotti sono percepiti come succedanei dagli investitori.

È auspicabile che tale approccio venga adottato anche in ambito comunitario, mediante l’emanazione di una disciplina sulla trasparenza dell’offerta al pubblico dei prodotti d’investimento “non-equity” omogenea, tale da realizzare concretamente il principio del livellamento del campo di gioco.

Relazione per l'anno 2009

Roma, 31 marzo 2010

Presidente

Lamberto Cardia

Componenti

Paolo Di Benedetto

Vittorio Conti

Michele Pezzinga

Luca Enriques

Direttore Generale

Antonio Rosati



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

Il legislatore nazionale e la Consob hanno da tempo posto in essere iniziative volte a favorire una maggiore convergenza della normativa riguardante i prodotti *non equity*. In particolare, con riguardo alle regole di condotta in fase di sottoscrizione e collocamento, sono state estese ai prodotti finanziari emessi da banche e assicurazioni le norme previste dalla MiFID per gli strumenti finanziari.

Con riferimento alla disciplina sulla trasparenza in fase di sollecitazione, la Consob è inoltre intervenuta sull'offerta al pubblico di fondi comuni italiani e polizze finanziarie, per standardizzare l'informativa contenuta nei documenti di sintesi (rispettivamente la "scheda sintetica" e il "prospetto semplificato"²²), dei quali è prevista la consegna obbligatoria in fase di sollecitazione. La Consob ha inoltre introdotto indicatori sintetici di natura quantitativa sul profilo rischio-rendimento di immediata e facile comprensione²³.

L'estensione di questo approccio alle obbligazioni bancarie comporterebbe l'inclusione delle medesime informazioni in una sezione del prospetto a consegna obbligatoria (la "nota di sintesi" per i cosiddetti "prospetti completi" o le "condizioni definitive" per i prospetti base). Un intervento di questo tipo trova tuttavia un vincolo nelle disposizioni comunitarie, che non prevedono per gli Stati membri la facoltà di intervenire sugli schemi di prospetto o la possibilità di rendere obbligatoria la consegna della documentazione di offerta o di una parte di essa (la Direttiva 2003/71/CE prevede tale consegna solo "a richiesta del cliente"). La Consob ha avviato nel luglio 2009 una consultazione su una proposta di raccomandazione²⁴ al fine di invitare gli emittenti a includere nella "nota di sintesi" o nelle "condizioni definitive" informazioni di sintesi standardizzate analoghe a quelle previste per fondi e polizze.

Con una comunicazione interpretativa delle modalità applicative della disciplina sulle regole di condotta nella prestazione dei servizi di inve-

22 Allegato 1B del Regolamento Emittenti.

23 Ci si riferisce, in particolare, agli indicatori sintetici definiti secondo un approccio metodologico per la trasparenza di tipo *risk-based* fondato su tre pilastri informativi: i) tabella dell'investimento finanziario e, per taluni prodotti, scenari probabilistici dell'investimento finanziario; ii) grado di rischio e, ove pertinente, grado di scostamento dal *benchmark*; iii) orizzonte temporale di investimento consigliato. Per maggiori dettagli, si veda il §1 del Capitolo III - "L'attività regolamentare".

24 Documento di consultazione del 14 luglio 2009, avente ad oggetto la 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.

stimento, con specifico riferimento agli strumenti finanziari illiquidi²⁵, la Consob ha inoltre raccomandato agli intermediari di mettere a disposizione dei clienti una "scheda informativa" contenente una serie di informazioni essenziali per valutare il profilo di rischio del prodotto²⁶. La Commissione ha chiarito che la citata "scheda informativa" può essere rappresentata dalla "scheda sintetica" e dal "prospetto semplificato" per i fondi e le polizze; nel caso delle obbligazioni, invece, qualora la documentazione d'offerta o le condizioni definitive contengano le informazioni essenziali raccomandate nella citata consultazione avviata nel luglio 2009, la "scheda informativa" potrà essere costituita da tale documentazione.

Le azioni adottate dalla Consob per la standardizzazione dell'informativa relativa ai prodotti *non equity* hanno in parte natura di raccomandazioni, giuridicamente non vincolanti, rispetto alle quali non vi sono i presupposti per un'incisiva azione di *enforcement*. Tali misure, inoltre, laddove non adottate anche da altri paesi europei, potrebbero penalizzare il mercato finanziario domestico e creare spazi per arbitraggi regolamentari. I citati tentativi di armonizzazione dell'informazione sintetica per i prodotti *non equity* non si applicano, infatti, ai fondi e alle obbligazioni collocate in Italia da società di gestione del risparmio ed emittenti esteri sulla base del prospetto approvato dall'Autorità del paese di origine (cosiddetto prospetto "passaportato").

25 Comunicazione 9019104 del 2 marzo 2009.

26 In particolare si suggerisce l'indicazione in un'apposita "scheda informativa" di alcuni elementi informativi, quali costi, *fair value*, valore e modalità di smobilizzo (con particolare riferimento al livello dello *spread* denaro-lettera e ai tempi di esecuzione della liquidazione).

Gli accertamenti condotti hanno rivelato significative carenze delle procedure operative utilizzate nonché rilevanti irregolarità nella distribuzione da parte dell'intermediario dei titoli obbligazionari di propria emissione con riguardo: alla prevalenza di operazioni inadeguate, a seguito di strumentale classificazione delle stesse come operazioni a "iniziativa del cliente"; alla "ri-profilatura" dei clienti strumentale a valutare come adeguate le operazioni sui titoli oggetto dell'offerta; alla mancata effettiva valutazione del profilo di illiquidità dei titoli stessi.

L'Istituto ha pertanto emanato un provvedimento ingiuntivo nei confronti dell'intermediario, ai sensi dell'art. 51, comma 1, del Tuf.

Contestualmente all'attività di verifica della Consob, l'intermediario ha integrato la rappresentazione del profilo di rischio-rendimento del prodotto con indicatori di natura quantitativa, arricchendo il prospetto informativo con indicazioni volte a rappresentare, rispettivamente, il contributo delle diverse componenti dell'investimento finanziario al valore teorico dell'obbligazione alla data di offerta; la probabilità che, alla data di scadenza, i titoli offerti generassero un rendimento più o meno elevato rispetto a quello dell'attività finanziaria priva di rischio sul medesimo orizzonte temporale e il grado di rischio associato al titolo.

Ulteriori iniziative di vigilanza hanno avuto ad oggetto 30 collocamenti di prestiti obbligazionari, emessi da istituti bancari e da società non finanziarie, i quali includevano in prevalenza una clausola di subordinazione e clausole di revisione periodica del tasso di interesse e/o di rimborso anticipato. Dati i profili di complessità della struttura finanziaria dei titoli, i controlli sono stati tesi a garantire che agli investitori fosse resa un'informativa adeguata sui rischi dell'investimento per poter pervenire a un fondato giudizio sull'offerta e a un confronto tra proposte di investimento alternative.

1 I regolamenti e le consultazioni con il mercato

1.1 La regolamentazione attuativa della Direttiva Prospetto

Nel mese di marzo 2009 la Commissione ha completato il quadro normativo di recepimento della Direttiva 2003/71/CE concernente le disposizioni in materia di prospetto relativo all'offerta al pubblico o all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari in un mercato regolamentato (direttiva Prospetto) adottando, con delibera n. 16840, modifiche al Regolamento Emittenti.

Le modifiche introdotte interessano anche la disciplina relativa agli Oicr e ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione (rami III e V del Codice delle assicurazioni private), rispetto ai quali sono stati anche modificati gli schemi di prospetto, con innovazioni volte ad agevolare gli investitori nella comprensione del profilo di rischio-rendimento e dei costi connessi all'investimento.

Il prospetto semplificato degli Oicr aperti (italiani ed esteri non armonizzati) e la scheda sintetica dei prodotti finanziario-assicurativi sono stati articolati secondo una struttura di tipo modulare che vede concentrate nella

parte denominata "*informazioni specifiche*" le informazioni essenziali sulla struttura finanziaria del prodotto. Tali informazioni sono definite secondo un approccio metodologico per la trasparenza di tipo *risk-based* fondato su tre pilastri informativi: i) tabella dell'investimento finanziario e, per taluni prodotti, scenari probabilistici dell'investimento finanziario; ii) grado di rischio e, ove pertinente, grado di scostamento dal *benchmark*; iii) orizzonte temporale d'investimento consigliato. La metodologia in questione costituisce l'approccio tecnico-quantitativo adottato dalla Consob nella vigilanza di trasparenza *risk-based* per tutti i prodotti d'investimento *non-equity*.

Si segnala, inoltre, che al fine di agevolare il compito degli emittenti e nel contempo garantire la significatività e l'oggettività dell'informativa prevista dai nuovi schemi, la Commissione ha emanato la Comunicazione n. 9025454 del 24 marzo 2009 contenente, tra l'altro, indicazioni metodologiche specifiche per il calcolo degli indicatori sintetici di rischio, sottolineando l'importanza di definire tali indicatori in relazione a misure quantitative oggettivamente determinabili e universalmente riconosciute. Le indicazioni metodologiche fornite dalla comunicazione sono, inoltre, volte ad agevolare la comparabilità tra le diverse alternative d'investimento disponibili sui mercati finanziari in termini di rischio su basi oggettive e garantire, quindi, un sostanziale "livellamento del campo di gioco" tra prodotti succedanei.

A seguito delle modifiche regolamentari in materia di prospetto, la Commissione ha ritenuto opportuno precisare i contenuti dell'attività istruttoria di competenza della Consob con una comunicazione sul tema della "*Definizione dei compiti assegnati alla Consob in sede di approvazione dei prospetti concernenti titoli azionari, redatti ai sensi della Direttiva n. 2003/71/CE*" (n. 9025420 del 24 marzo 2009). La comunicazione ha formulato alcune precisazioni in merito al contenuto e alla portata dei controlli di completezza, coerenza e comprensibilità assegnati alla Consob, sulla base di un confronto comparativo con le prassi di altre autorità dell'Unione europea. Tale comparazione è risultata significativa con riferimento a quegli aspetti che non sono compiutamente disciplinati dalla normativa comunitaria (ad esempio, il numero e la tipologia dei documenti da allegare in occasione del deposito della bozza iniziale di prospetto informativo, oppure la natura delle verifiche effettuate con riferimento a eventuali notizie di stampa pubblicate). La comunicazione è stata preceduta da un'ampia consultazione con gli operatori del mercato, in un'ottica di valutazione dell'impatto sull'operatività dei soggetti coinvolti a vario titolo nelle offerte pubbliche o nelle ammissioni alle negoziazioni delle pronunce e degli orientamenti dell'Autorità di vigilanza.

Un ulteriore intervento regolamentare ha riguardato la disciplina delle offerte pubbliche di scambio, aventi ad oggetto titoli obbligazionari, promosse contestualmente in più Paesi dell'Unione Europea.

La Direttiva Prospetto, oltre a prevedere all'art. 4 un'ipotesi specifica di esenzione per gli strumenti offerti "*tramite un'offerta di scambio*" dalla disciplina delle offerte di vendita e sottoscrizione, ove sia stato redatto un do-

L'esame della coerenza fra scelte strategiche e soluzioni organizzative e procedurali potrà consentire di individuare i soggetti e le aree più esposte al rischio di non conformità e di intervenire in modalità per quanto possibile proattiva (e non soltanto sanzionatoria), valorizzando il confronto concreto con gli intermediari sulle soluzioni necessarie a garantire comportamenti in linea con gli interessi della clientela. Per tale via si potrà realizzare convergenza con i più evoluti approcci di vigilanza che si vanno delineando in ambito europeo, contribuendo a una parità competitiva delle imprese in un mercato comunitario effettivamente unico. Dinanzi a mancate valorizzazioni dei richiami di attenzione formulati e a fronte di accertate irregolarità nelle condotte tenute si potranno applicare misure di *enforcement*.

L'obiettivo fondamentale rimane dunque quello di avviare un'azione di verifica sistematica sul campo dell'effettivo rispetto delle norme sull'adeguatezza e sui conflitti di interessi in relazione a transazioni in prodotti e strumenti finanziari, soprattutto con riguardo ai prodotti strutturati e con componenti derivative complesse. La Consob ha avviato alcune azioni di questo tipo anche sulla base di un approccio "ad evento", ponendo in essere controlli di natura ispettiva nella fase immediatamente successiva a quella dell'emissione o del collocamento del prodotto per verificare la coerenza fra le caratteristiche del prodotto stesso e il profilo del cliente, facendo leva su modelli quantitativi di misurazione dei rischi e delle caratteristiche dei prodotti (si veda il paragrafo successivo sui prodotti *non equity*).

Iniziative di tale natura richiedono di essere integrate con verifiche approfondite circa l'effettiva idoneità delle modalità di rilevazione delle informazioni sulle caratteristiche della clientela a fornire gli elementi necessari per una corretta profilatura dei singoli soggetti, soprattutto con riferimento alla propensione al rischio e all'orizzonte temporale di investimento.

In conclusione, se nei due anni circa successivi al recepimento della MiFID la Consob ha avuto come obiettivo quello di "accompagnare" l'industria nel complesso processo di adeguamento alla nuova disciplina, il prossimo obiettivo è quello di attuare una serie di iniziative tese a verificare in concreto l'effettivo rispetto dei doveri di adeguatezza da parte degli intermediari e quindi l'impatto dell'inclusione della consulenza fra i servizi di investimento soggetti a riserva d'attività – e dei più rigorosi presidi previsti per la prestazione di tale servizio rispetto a quelli di natura esecutiva – in termini di innalzamento del livello di tutela degli investitori.

2.3 I prodotti *non equity*

I precedenti obiettivi declinano la strategia che la Consob intende perseguire relativamente alla vigilanza sull'intermediazione mobiliare e la prestazione di servizi di investimento. Si tratta di un approccio che – coerentemente con la disciplina di settore e con i poteri che l'ordinamento assegna all'Istituto – è incentrato sulla vigilanza sui comportamenti dei soggetti vigi-

lati e abbraccia un ampio spettro di decisioni aziendali – tra le quali, ad esempio, quelle riguardanti le procedure operative e il sistema di controlli interni.

A questo approccio di vigilanza che si incentra sul controllo della correttezza dei comportamenti degli intermediari, si deve però affiancare una diversa impostazione della regolamentazione e dei controlli sull'informativa sul "prodotto" nella fase di sollecitazione e offerta al pubblico al fine di offrire agli investitori elementi che consentono di apprezzare immediatamente il profilo di rischio-rendimento dei prodotti e di confrontarlo con prodotti simili presenti sul mercato.

Il miglioramento dell'informativa agli investitori rimane dunque un aspetto importante – soprattutto in relazione ai prodotti strutturati caratterizzati da significativi profili di complessità – in un contesto, come prima indicato, di scarsa diffusione dei servizi di consulenza e di orientamento al "fai da te" molto radicato anche fra le famiglie che non investono quote consistenti della loro ricchezza in depositi e titoli di Stato ma preferiscono strumenti più rischiosi. È quindi importante attivare azioni volte ad assicurare ai risparmiatori che decidono di non avvalersi di servizi di consulenza facile accesso a informazioni semplici e di immediata comprensione sulle caratteristiche dei prodotti che sottoscrivono.

Il riferimento è essenzialmente ai cosiddetti prodotti *non equity*, cioè quelli diversi dalle azioni e dagli strumenti rappresentativi di capitale di rischio di emittenti quotati, e in particolare a quelli strutturati e complessi. Come illustrato nel precedente Capitolo I ("*Il contesto istituzionale ed economico*"), si tratta di prodotti – quali obbligazioni, polizze a contenuto finanziario e prodotti del risparmio gestito – che rappresentano la principale modalità di investimento del risparmio delle famiglie italiane dopo i depositi e i titoli di Stato.

È stato, inoltre, evidenziato come l'attuale quadro normativo europeo, per quanto in una fase di profonda evoluzione, sia ancora caratterizzato da regole di trasparenza e di condotta differenziate in funzione della veste giuridica e dei canali distributivi attraverso i quali vengono commercializzati i prodotti *non equity* e da standard di trasparenza inadeguati a fornire un'efficace e sintetica rappresentazione del profilo di rischio-rendimento dei prodotti. Ciò rende complesso per gli investitori *retail* valutare adeguatamente la coerenza di un determinato prodotto rispetto ai propri obiettivi di investimento nonché maturare un fondato giudizio sulla convenienza dell'investimento rispetto a prodotti simili. Questi problemi saranno risolti solo quando diverranno pienamente operative le modifiche alla nuova Direttiva sui fondi comuni (cosiddetta Ucits IV) e alla direttiva Prospetto e si concluderà il progetto sui prodotti preassemblati destinati agli investitori *retail* (cosiddetti *packaged retail investment products* – Prips), ma ciò richiederà verosimilmente un tempo non breve.

La Consob condivide pienamente la necessità di pervenire a un regime di *disclosure* standardizzato per i prodotti *non equity* che elimini le opportunità di arbitraggi regolamentari e veicoli agli investitori in maniera chiara e sintetica le informazioni essenziali sulle caratteristiche del prodotto, sui costi, sulle modalità di disinvestimento e sul profilo di rischio-rendimento. Come in precedenza esposto, l'Istituto, infatti, ha adottato alcune prime azioni volte a perseguire l'impostazione strategica prima delineata, nei limiti consentiti dal quadro normativo vigente, standardizzando l'informativa relativa ai fondi e alle polizze e introducendo alcuni primi elementi di standardizzazione anche con riferimento alle obbligazioni e alla documentazione che gli intermediari collocatori mettono a disposizione della clientela.

La Consob ha inoltre sperimentato, per i prospetti dei fondi e delle polizze, l'adozione di indicatori sintetici di rischio-rendimento particolarmente sofisticati basati su scenari probabilistici che mettono a confronto il rendimento del prodotto con quello di un titolo privo di rischio. Tali indicatori misurano le caratteristiche essenziali dei prodotti finanziari: il livello di rischio, il rendimento atteso e l'orizzonte temporale di investimento ottimale rispetto alle preferenze per la liquidità. I suddetti parametri quantitativi potranno essere utilizzati per arricchire i modelli di supervisione applicati nell'ambito della vigilanza sugli intermediari distributori e sul pieno rispetto delle regole di condotta nella relazione con il cliente. In particolare, essi potranno contribuire alla realizzazione di un'efficiente e tempestiva catalogazione delle caratteristiche intrinseche dei prodotti distribuiti mediante offerte al pubblico nonché all'individuazione dei collocamenti di prodotti particolarmente rischiosi rispetto ai quali la Consob potrà attivare, compatibilmente con le risorse disponibili per interventi ispettivi, iniziative di vigilanza tempestive e mirate.

A livello comunitario, nell'ambito dei lavori per la definizione delle misure di livello 2 della Direttiva Ucits IV in materia di informazioni chiave per gli investitori (Kii), è emerso un approccio che privilegia il ricorso a indicatori sintetici di natura qualitativa (sebbene fondati su metodologie quantitative).

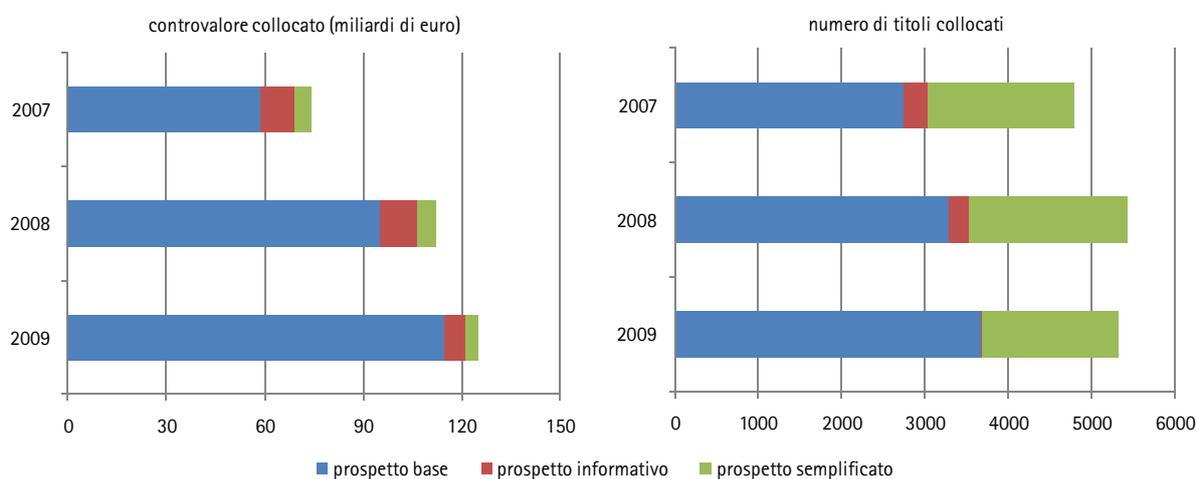
L'Istituto ritiene comunque utile continuare a sviluppare e applicare al proprio interno modelli quantitativi per il calcolo e l'aggiornamento del profilo di rischio dei prodotti *non equity* distribuiti presso la clientela *retail*. Tali indicatori saranno utilizzati per monitorare il grado di sofisticazione dei prodotti distribuiti presso i risparmiatori, per valutare la corretta rappresentazione della complessità dei prodotti stessi e per verificare la capacità degli intermediari "produttori" e distributori di applicare metodologie adeguate per la valutazione del livello di rischio.

In prospettiva, peraltro, non si può escludere a priori che l'evoluzione del dibattito in ambito comunitario, in particolare nei lavori sul progetto Prips e sulle misure di livello 2 della direttiva sul prospetto, possa portare a valutare un approccio che prenda in considerazione quello adottato dalla

Consob, quanto meno per i prodotti strutturati più complessi (obbligazioni strutturate, *covered warrant*, fondi a formula, polizze *index linked*).

Nel 2009 le banche hanno collocato presso la clientela *retail* obbligazioni per oltre 120 miliardi di euro, contro i circa 112 miliardi nel 2008 (+7 per cento circa), mentre il numero complessivo di titoli collocati è rimasto tendenzialmente stabile (in media 5.000 titoli all'anno nel triennio 2007-2009) (Fig. 71).

Fig. 71 Emissioni di obbligazioni di banche italiane soggette alla disciplina della sollecitazione



Fonte: prospetti informativi e segnalazioni statistiche di vigilanza.

Nel corso del 2009 la Consob ha proseguito i lavori funzionali a migliorare l'informativa da prospetto per i prodotti *non-equity*, con particolare riguardo alle offerte di obbligazioni bancarie e *corporate* con particolari elementi di complessità legati alla presenza di componenti derivative o clausole di subordinazione. Nell'ambito di circa 30 istruttorie, al fine di offrire agli investitori un'informativa adeguata sui rischi dell'investimento necessaria per pervenire a un fondato giudizio sull'offerta e a un confronto tra proposte d'investimento differenti, è stato richiesto l'inserimento nel prospetto di una scheda sintetica sulle caratteristiche di rischio del prodotto, contenente tra l'altro 2 tabelle: una riferita al valore teorico dell'investimento finanziario al momento della sottoscrizione e una alla rappresentazione a scadenza di tale valore attraverso scenari probabilistici.

Le 2 tabelle sono caratterizzate da una coerenza intrinseca resa dalla circostanza che il valore teorico riportato nella tabella dell'investimento finanziario viene

determinato come media della distribuzione di probabilità dei possibili valori riportati sinteticamente nella seconda tabella, opportunamente scontati per tener conto del valore finanziario del tempo. Tali tabelle consentono un'agevole e sintetica rappresentazione sia dei rischi di mercato che del rischio emittente di prodotti particolarmente complessi e sofisticati.

Questo approccio è stato utilizzato anche in occasione di offerte pubbliche di scambio e offerte pubbliche di acquisto che coinvolgevano strumenti finanziari caratterizzati da articolate forme di ingegneria finanziaria. In tali casi, in cui all'investitore viene offerta la possibilità di sostituire un titolo precedentemente acquistato con un nuovo strumento finanziario, la documentazione d'offerta è stata integrata, tra l'altro, con una tabella rappresentativa degli scenari probabilistici rivenienti dal confronto tra i rendimenti potenziali offerti dallo strumento di nuova costituzione e quelli associati al titolo correntemente detenuto dall'investitore. Infine, gli offerenti hanno opportunamente esteso tale l'approccio anche al caso delle offerte pubbliche di acquisto, per rappresentare il confronto tra i possibili esiti dell'adesione con i possibili esiti della mancata adesione all'offerta.

L'analisi dei prospetti e delle condizioni definitive delle obbligazioni bancarie più semplici e maggiormente diffuse fra gli investitori non professionali – quali le obbligazioni ordinarie a tasso fisso e quelle a tasso variabile – evidenzia come i rendimenti di tali strumenti siano spesso inferiori ai tassi dei titoli di Stato o al tasso interbancario a breve scadenza (Euribor). In particolare, i dati sulle obbligazioni emesse nel periodo 1/7/2007-30/6/2009 dai primi 15 gruppi bancari (per controvalore complessivo di obbligazioni collocate nel periodo stesso) e dalle banche di credito cooperativo (Bcc) evidenziano che i rendimenti dei titoli collocati presso la clientela *retail* sono in media allineati a quelli dei Btp o dell'Euribor e poco correlati con il rischio emittente misurato sulla base del rating (Fig. 72 e Fig. 73).

Le obbligazioni ordinarie a tasso fisso di banche con rating Moody's Aa1 e Aa2 (cioè con merito di credito superiore o pari a quello della Repubblica Italiana, il cui rating Moody's è Aa2) hanno uno *spread* mediano rispetto ai Btp leggermente inferiore allo zero; tale *spread* si attesta, invece, attorno a 10 punti base per le obbligazioni di banche con rating Aa3; risulta negativo per circa 15 punti base per le banche con rating A1 e torna su valori vicini allo zero per le banche con rating A2 e A3. Quest'ultimo dato vale in larga misura anche per le emissioni delle Bcc. Solo per le banche con rating Baa2 lo *spread* mediano rispetto ai Btp è sensibilmente superiore allo zero (circa 30 punti base).

Per le obbligazioni ordinarie a tasso variabile con merito di credito simile o superiore a quello della Repubblica Italiana (Aa1 e Aa2) lo *spread* mediano rispetto all'Euribor è negativo per circa 20 punti base, mentre è pari a zero per le obbligazioni con rating Aa3; per le obbligazioni con rating inferiore (A1 e A2) tale *spread* si colloca su un valore negativo di circa 20 punti base, mentre per quelle con rating A3 risulta negativo per circa 10 punti base; per i titoli con rating Baa2 e quelli emessi dalle Bcc lo *spread* si attesta a valori vicini allo zero.

Specifiche esenzioni sono state previste per le operazioni già soggette alla disciplina del Testo Unico Bancario relativa alle obbligazioni degli esponenti bancari.

Nel corso del 2009 sono entrate in vigore anche alcune modifiche al Regolamento Emittenti relative alla disciplina degli Oicr e dei prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione (polizze *unit-linked*, *index-linked* e di capitalizzazione). Le principali novità attengono alla semplificazione della struttura e dei contenuti dei documenti che devono essere consegnati obbligatoriamente agli investitori.

In particolare, il prospetto semplificato degli Oicr aperti italiani e la scheda sintetica dei prodotti finanziario-assicurativi sono ora costituiti da un limitato numero di pagine suddiviso in due parti, soggette ad aggiornamento autonomo. La prima parte è focalizzata sulle modalità di sottoscrizione, *switch* e rimborso e sull'informativa relativa alla società-prodotto. La seconda parte fornisce informazioni sulle caratteristiche generali, la struttura finanziaria e i profili di costo anche al fine di migliorare la comprensione del profilo rischio-rendimento da parte degli investitori e, nel contempo, agevolare il compito degli offerenti ovvero dei collocatori nell'assolvimento degli obblighi di trasparenza informativa in sede di distribuzione di tali tipologie di prodotti.

Le informazioni chiave sulla struttura finanziaria del prodotto sono articolate secondo un approccio per la trasparenza di tipo *risk-based* fondato su "tre pilastri" informativi: i) tabella dell'investimento finanziario e, per taluni prodotti, scenari probabilistici dell'investimento finanziario; ii) grado di rischio e, ove pertinente, grado di scostamento dal *benchmark*; iii) orizzonte temporale d'investimento consigliato.

I "tre pilastri" definiscono integralmente il contenuto dell'informativa del documento d'offerta per gli investitori. L'informativa inerente all'orizzonte d'investimento consigliato consente all'investitore di individuare i prodotti compatibili con il proprio *holding period*, vale a dire il periodo per il quale è disposto a rinunciare alle proprie disponibilità liquide. Il grado di rischio permette di restringere la selezione ai soli prodotti che siano coerenti con la propensione al rischio dell'investitore. Attraverso gli scenari di probabilità, inoltre, l'investitore è in grado di identificare il prodotto che presenta la struttura di *payoff* finali più in linea con le proprie aspettative di rendimento.

Al fine di agevolare il compito degli emittenti e nel contempo garantire la significatività e l'oggettività dell'informativa prevista dai nuovi schemi, la Commissione ha emanato anche una comunicazione concernente le "*Istruzioni metodologiche per la determinazione dell'informativa sul profilo di rischio e sull'orizzonte temporale d'investimento consigliato prevista dagli schemi di prospetto degli OICR aperti italiani ed esteri non armonizzati e dei prodotti finanziario-assicurativi di cui all'allegato 1B del regolamento Consob n. 11971/1999*" (comunicazione 9025454 del 24 marzo 2009). La comunicazione contiene sia indicazioni di carattere generale volte ad agevolare la lettura dell'informativa da prospetto secondo una visione integrata della rischiosità e della redditività potenziale di ogni proposta d'investi-

mento finanziario, sia indicazioni metodologiche specifiche per il calcolo degli indicatori sintetici di rischio che sottolineano l'importanza di definire gli stessi adottando metriche di volatilità oggettivamente determinabili e universalmente riconosciute.

Le indicazioni metodologiche fornite dalla comunicazione sono, inoltre, tese a favorire la comparabilità tra le diverse alternative d'investimento disponibili sui mercati finanziari in termini di rischio su basi oggettive e garantire, quindi, una parificazione informativa tra prodotti succedanei.

L'adozione delle modifiche regolamentari è stata peraltro accompagnata da numerosi incontri pubblici (cosiddetti *open hearing*) con gli esponenti dei soggetti vigilati e le associazioni di categoria volti a illustrare l'approccio di trasparenza di tipo *risk-based* formalizzato nel Regolamento Emittenti e nella comunicazione metodologica.

Nel corso del 2009, in linea con i principi delineati nella regolamentazione degli Oicr e dei prodotti finanziario-assicurativi, è stato avviato l'esame della possibile estensione dell'approccio *risk-based* per la trasparenza anche ad altri strumenti non rappresentativi di capitale. In questa ottica, è stato posto in consultazione un documento avente ad oggetto "*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*".