

APPROFONDIMENTI

L'attività promozionale di OICR da parte dei gestori

Maggio 2022

Alberto Manfroi, Partner, Atrigna & Partners

Federico Bonardi, Atrigna & Partners



Alberto Manfroi, Partner, Atrigna & Partners

Federico Bonardi, Atrigna & Partners

> Alberto Manfroi

Alberto Manfroi è partner dello Studio legale Atrigna & Partners. Si laurea in giurisprudenza all'Università statale di Milano con il massimo dei voti. Iscritto all'Albo degli Avvocati di Milano e all'Albo speciale Cassazionisti. Dopo un periodo complessivo di 4 anni trascorso negli uffici legali dei maggiori gruppi industriali e bancari italiani, ha maturato una particolare esperienza nell'ambito del diritto commerciale e dei mercati finanziari, collaborando in particolare alla realizzazione di operazioni sul mercato primario e su strumenti derivati (prospetti informativi, contratti ISDA, emissioni obbligazionarie). Dal 2004 ha intrapreso la carriera professionale presso importanti studi legali milanesi concentrandosi sulla consulenza in materia di diritto dei mercati finanziari, diritto bancario, assicurativo e societario.

Studio legale associato
Atrigna & Partners

 **Atrigna & Partners**
STUDIO LEGALE ASSOCIATO

1. Introduzione: inquadramento e note metodologiche

In data 31 novembre 2021 è stato pubblicato in Gazzetta Ufficiale il decreto legislativo n. 191 del 5 novembre 2021 ("Decreto") che ha modificato il Testo Unico della Finanza (decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 o "TUF") per adeguare l'ordinamento nazionale al Regolamento (UE) 2019/1156 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, per facilitare la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo e che modifica i Regolamenti (UE) n. 345/2013, (UE) n. 346/2013 e (UE) n. 1286/2014 ("Regolamento CBDF") e dare attuazione alla Direttiva 2019/1160/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 giugno 2019, che modifica le direttive 2009/65/CE e 2011/61/UE per quanto riguarda la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo ("Direttiva CBDF"). Come è noto, tali atti unionali costituiscono un pacchetto volto a disciplinare in modo armonizzato la distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo del risparmio ("OICR") all'interno dell'Unione⁽¹⁾. Ratio della riforma è "[...] *coordinare ulteriormente le condizioni applicabili ai gestori di fondi che operano nel mercato interno e facilitare la distribuzione transfrontaliera dei fondi che essi gestiscono*"⁽²⁾; in particolare, la Direttiva CBDF è stata adottata con lo specifico obiettivo di facilitare la distribuzione transfrontaliera degli OICR rendendola meno costosa e consentendo ai gestori di distribuire i propri fondi sul territorio europeo riducendo gli attuali ostacoli normativi e, al contempo, garantendo la tutela degli investitori⁽³⁾; quanto al Regolamento CBDF, esso stabilisce "norme uniformi

¹ Per una disamina sul punto sia consentito rinviare a A. MANFROI e F. BONARDI, "La distribuzione cross-border di OICR nel nuovo framework europeo", in *Diritto Bancario*, Approfondimenti, agosto 2021.

² Il nuovo quadro normativo comunitario per la commercializzazione transfrontaliera di FIA o OICVM è completato, da un lato, dal Regolamento di esecuzione (UE) 2021/955 del 27 maggio 2021, recante gli ITS sui formulari, modelli, procedure e disposizioni tecniche per le pubblicazioni e le notifiche delle norme di commercializzazione, delle spese e degli oneri e che specifica le informazioni da comunicare per la creazione e la gestione della banca dati centrale relativa alla commercializzazione transfrontaliera di FIA e OICVM, nonché i formulari, i modelli e le procedure per la comunicazione di tali informazioni e, dall'altro, dall'adozione degli Orientamenti formulati dall'*European Securities and Markets Authority* ("ESMA") sulle comunicazioni di *marketing* a norma del regolamento relativo alla distribuzione transfrontaliera di fondi (ESMA34-45-1244 del 27 maggio 2021, di seguito "Orientamenti", le cui traduzioni nelle lingue ufficiali dell'Unione sono state pubblicate sul sito web dell'ESMA in data 2 agosto 2021, con conseguente applicabilità a decorrere dal 2 febbraio 2022).

³ Per completezza si segnala che l'11 febbraio 2022 la Consob ha pubblicato un documento per la consultazione recante modifiche al Regolamento Emittenti *inter alia* in materia di distribuzione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo finalizzate all'adeguamento al Regolamento CBDF e all'attuazione della Direttiva CBDF;

 **vedi l'articolo online**

in materia di pubblicazione di disposizioni nazionali relative ai requisiti di commercializzazione per gli organismi di investimento collettivo e di comunicazioni di marketing destinate agli investitori"⁽⁴⁾, al fine di accrescere l'efficienza del mercato nel quadro dell'istituzione della *Capital Markets Union*⁽⁵⁾.

Obiettivo del presente approfondimento è ricostruire, in chiave operativa, la disciplina delle comunicazioni di *marketing* relative agli OICR, con uno sguardo a talune delle possibili criticità della materia. Si intende dunque analizzare il riassetto della normativa operato dalla riforma alla disciplina in parola che, in precedenza, si caratterizzava per essere marcatamente di stampo nazionale, eccezion fatta i principi posti dalle direttive UCITS e AIFM⁽⁶⁾ e dalla disciplina a tutela del consumatore⁽⁷⁾.

Dal punto di vista metodologico, dopo una premessa sul quadro normativo di riferimento, sull'ambito di applicazione e sul perimetro oggettivo della disciplina, verranno prima analizzati gli adempimenti connessi all'utilizzo di comunicazioni di *marketing* per poi passare all'analisi delle raccomandazioni fornite a livello comunitario sul contenuto delle stesse.

2. Contesto normativo, ambito di applicazione e perimetro oggettivo

2.1 Contesto normativo

Le disposizioni in materia di comunicazioni di *marketing* possono essere raggruppate a fini descrittivi

tale consultazione verte su profili ulteriori rispetto al tema delle comunicazioni di *marketing* e, dunque, non sarà analizzato nel presente approfondimento.

4 Cfr. art. 1, primo periodo, Regolamento CBDF.

5 Il Regolamento CBDF stabilisce inoltre principi comuni in materia di spese e oneri gravati sui gestori di OICVM e FIA in relazione alle loro attività transfrontaliere e prevede l'istituzione di una banca dati centrale sulla commercializzazione transfrontaliera degli organismi di investimento collettivo (cfr. art. 1, ultimo periodo).

6 Rispettivamente, direttiva 2009/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 1° luglio 2009 concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d'investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011, sui gestori di fondi di investimento alternativi ("AIFMD").

7 Non si intende in questa sede analizzare il rapporto tra la normativa in commento e il Codice del consumo di cui al decreto legislativo 6 settembre 2005, n. 206. Ci si limita a considerare che potrebbero trovare applicazione nei casi concreti le disposizioni in tema di pratiche commerciali, pubblicità e altre comunicazioni commerciali di cui al Titolo III dello stesso, ivi incluse le norme in materia di pratiche commerciali scorrette.

in norme che regolano il contenuto (o merito) della comunicazione da un lato e previsioni atte a regolare i rapporti con l'Autorità di vigilanza dall'altro.

Come anticipato, il Decreto ha modificato l'art. 101 TUF rubricato "Attività pubblicitaria" effettuando un'opera di *fine tuning* mediante il richiamo a quanto previsto dagli articoli 4 e 7 del Regolamento CBDF⁽⁸⁾: il primo detta i requisiti per le comunicazioni di *marketing* ed è integrato dagli Orientamenti oltre che, a livello nazionale, dal Regolamento Emittenti⁽⁹⁾; il secondo disciplina invece la verifica *ex ante* delle comunicazioni di *marketing* ed è stato attuato con Delibera Consob del 22 dicembre 2021 n. 22144 che ha modificato il Regolamento Emittenti introducendo un nuovo comma 01 all'art. 34-*octies*, ai sensi del quale "*Coloro che intendono effettuare qualsiasi tipo di pubblicità sul territorio nazionale concernente un'offerta trasmettono alla Consob la relativa documentazione pubblicitaria contestualmente alla sua diffusione, secondo le modalità stabilite in apposite istruzioni pubblicate sul sito internet della Consob*"⁽¹⁰⁾.

Riassumendo, dunque, l'articolato delle fonti rilevanti si snoda su più livelli, che devono essere tutti considerati sia per la redazione delle comunicazioni di *marketing* che per la notifica all'Autorità nazionale competente, ossia:

- a. art. 4 e 7 del Regolamento CBDF;
- b. Orientamenti;
- c. art. 101 del TUF;
- d. artt. 34-*octies* e 34-*novies* del Regolamento Emittenti;

8 Il quale, stante la natura *self executing* dell'atto europeo, è direttamente applicabile in tutti gli Stati Membri.

9 Regolamento adottato con Delibera Consob del 14 maggio 1999 n. 11971.

10 Le modalità operative a cui fa riferimento la citata disposizione sono pubblicate sul sito Consob nella sezione dedicata ai servizi per gli operatori ove, tra gli adempimenti, si prevede che l'invio del materiale pubblicitario (fino al rilascio del server SFTP e dell'interfaccia *web* dedicata) debba essere effettuato alternativamente mediante gli ordinari canali di comunicazioni con l'Autorità stessa, ossia la posta elettronica certificata, la posta elettronica ordinaria, o la posta tradizionale. Al riguardo si veda il link alla pagina istituzionale <https://www.consob.it/web/area-operativa-interattiva/attivita-pubblicitaria-delle-offerte-pubbliche>.

e. istruzioni operative pubblicate sul sito Consob.

È bene notare che la disciplina comunitaria non sostituisce integralmente i requisiti nazionali vigenti sulle informazioni da includere nelle comunicazioni di *marketing*⁽¹¹⁾, che rimangono applicabili nella misura in cui siano compatibili con le norme dell'Unione armonizzate in vigore⁽¹²⁾.

2.2 Ambito di applicazione

Ricostruito brevemente il quadro normativo, è opportuno delineare il novero dei soggetti obbligati alla disciplina che si commenta. Il Regolamento CBDF si applica ai gestori di FIA, alle società di gestione di OICVM (ivi incluso qualsiasi OICVM che non abbia designato una società di gestione di OICVM) ai gestori di EuVECA e ai gestori di EuSEF (cfr. art. 2).

In apparenza la disposizione sembra chiara, tuttavia permangono alcuni margini di incertezza. Mentre il riferimento agli OICVM "che non abbia designato una società di gestione" sembra correre alle SICAV autogestite, non è chiaro se l'assenza di una nozione corrispondente riferita ai gestori di fondi *alternative* vada ad escludere le SICAF autogestite dall'insieme dei soggetti obbligati. Una conclusione del genere non sembra supportata da una *ratio* giustificatrice, motivo per cui è più opportuno ritenere che anche tale tipologia di gestore sia compreso nel perimetro della norma; ciò anche in considerazione del fatto che il Regolamento CBDF fa riferimento ai "GEFIA" sia nella definizione di "gestore di fondi di investimento alternativi", sia quando detta i propri contenuti prescrittivi; tale nozione, come noto, è idonea anche a ricomprendere le SICAF autogestite nell'accezione dell'AIFMD.

Più problematico invece risulta il nodo interpretativo circa l'applicabilità della disciplina in parola ai gestori c.d. "sotto soglia", tra i quali vi sono anche le c.d. società di investimento semplice ("SiS"). Il dubbio sull'applicabilità degli Orientamenti a questa categoria di gestore nasce sia dalla medesima definizione di "gestori di fondi di investimento alternativi", la quale rinvia alla nozione di GEFIA di cui all'art. 4, par.

¹¹ Come, ad esempio, quelle riguardanti il trattamento fiscale dell'investimento nel fondo promosso (cfr. punto 1 degli Orientamenti).

¹² Ad esempio, le norme in materia di divulgazione dei costi o dei rendimenti nel KIID non devono essere in contrasto con i requisiti nazionali diversi in materia di divulgazione sui costi o sui rendimenti nelle comunicazioni di *marketing*, né importanza delle suddette norme deve essere sminuita da tali requisiti.

1, lett. b) AIFMD "autorizzati in conformità all'articolo 6 della medesima direttiva", sia dalla circostanza che tali soggetti possano gestire soltanto FIA riservati. La circostanza che tali gestori, nelle intenzioni del legislatore comunitario, possano operare soltanto su clientela professionale, e l'esplicito richiamo all'art. 6 AIFMD sembrano voler escludere dal perimetro degli Orientamenti i gestori "registrati" di cui all'art. 3 dell'AIFMD, ossia i gestori sotto soglia tra i quali rientrano anche le SiS. A livello europeo, dunque, non sembra previsto che i gestori "registrati" siano tenuti all'applicazione degli Orientamenti.

Se spostiamo l'attenzione all'ordinamento nazionale, tuttavia, il discorso si complica. Pur non essendo prevista una specifica opzione per i legislatori nazionali, infatti, l'art. 101 TUF (così come la relativa normativa di attuazione contenuta nel Regolamento Emittenti) non distingue tra gestori ordinari da un lato, e sottosoglia dall'altro; inoltre, come noto, i FIA riservati possono essere comunque sottoscritti da investitori non professionali⁽¹³⁾. Ciò potrebbe portare l'interprete a ritenere che gli Orientamenti trovino applicazione anche nei confronti dei gestori sotto soglia.

Il tema è particolarmente delicato se si pensa al fatto che l'art. 191, co. 3-bis TUF sanziona GEFIA, gestori di EuVECA e gestori di EuSEF che commettano una violazione dell'art. 4 del Regolamento CBDF; disposizione analoga riguarda le società di gestione di OICVM, ossia l'art. 191-ter, co. 2 TUF, per le offerte di OICR aperti⁽¹⁴⁾.

Nell'incertezza tra la normativa comunitaria e quella nazionale, prudenzialmente, un gestore sotto soglia che si rivolga anche agli investitori non professionali ex art. 14 del Decreto MEF potrebbe valutare di conformarsi comunque agli Orientamenti⁽¹⁵⁾.

Dal punto di vista oggettivo, invece, gli Orientamenti trovano applicazione rispetto a tutte le comunica-

¹³ In particolare, si far riferimento agli investitori non professionali di cui all'art. 39 TUF, come integrato dall'art. 14 del decreto MEF 5 marzo 2015, n. 30 ("Decreto MEF").

¹⁴ Offerte che, secondo la disposizione, possono essere promosse da "chiunque", dunque con un perimetro potenzialmente più ampio rispetto alle sole società di gestione di OICVM.

¹⁵ Sul tema si segnala S. HOOGHIEMSTRA, *New European Marketing Communication Requirements for (Luxembourg) Fund Managers*, febbraio 2022, consultabile all'indirizzo https://www.linkedin.com/pulse/new-european-marketing-communication-requirements-hooghiemstra?trk=pulse-article_more-articles_related-content-card il quale pone enfasi alla circostanza che la disciplina in commento si applichi agli "authorized AIFMs".

zioni di *marketing* destinate agli investitori o potenziali investitori in OICVM o FIA, anche nel caso in cui si tratti di EuVECA, EuSEF, ELTIF e fondi comuni monetari.

2.3 Negative e positive list: gli elenchi esemplificativi di ciò che costituisce comunicazioni di marketing e di ciò che è escluso dal relativo perimetro oggettivo

Nelle prime pagine degli Orientamenti, l'ESMA fornisce un elenco non tassativo di fattispecie rientranti o non rientranti nella nozione di comunicazione di *marketing*. A titolo di esempio, rientrano nella c.d. *positive list*:

- a) tutti i messaggi che pubblicizzano un OICVM o un FIA, indipendentemente dal mezzo utilizzato, compresi documenti cartacei o informazioni rese disponibili in formato elettronico, articoli di stampa, comunicati stampa, interviste, annunci pubblicitari, documenti pubblicati su internet, siti web, presentazioni video, presentazioni dal vivo, messaggi radio o schede informative;
- b) messaggi trasmessi su qualsiasi piattaforma di *social media*⁽¹⁶⁾, qualora tali messaggi facciano riferimento a una qualsiasi caratteristica di un OICVM o di un FIA, compreso il nome dell'OICVM o del FIA stesso;
- c) materiale di *marketing* indirizzato individualmente a investitori o potenziali investitori, nonché presentazioni o documenti divulgati al pubblico da un gestore sul suo sito web o altrove (ad esempio nella propria sede legale o in quella del distributore, ecc);
- d) comunicazioni che pubblicizzano un OICVM o un FIA, indirizzate a investitori o potenziali investitori situati nello Stato membro di origine del gestore o in uno Stato membro ospitante;
- e) comunicazioni di un soggetto terzo utilizzate da un gestore per finalità di *marketing*.

¹⁶ Ai fini degli Orientamenti, con l'espressione "*social media*" si intende qualunque tecnologia che permetta l'interazione sociale e la creazione di contenuti collaborativi *online*, quali *blog* e reti sociali (Twitter, LinkedIn, Facebook, Instagram, Tiktok, Youtube, Discord, ecc) o forum di discussione accessibili con qualsiasi mezzo, in particolare mezzi elettronici, tramite un computer o applicazioni mobili.

Non rientrano, invece, in tale categoria e conseguentemente ricadono nella c.d. *negative list* ad esempio:

- a) documenti legali e normativi/informazioni riguardanti un fondo, quali il prospetto o il documento d'offerta, KIID e/o KID, relazioni annuali e semestrali di un OICVM o un FIA, atto costitutivo, statuto o regolamento dell'OICR (né il contratto fiduciario ove previsto dall'ordinamento nazionale) o i documenti analoghi ai precedenti necessari per istituire legalmente un fondo, oppure l'avviso di convocazione di un'assemblea generale di azionisti/possessori di quote;
- b) comunicazioni aziendali trasmesse dal gestore che descrivano le sue attività o alcuni recenti sviluppi di mercato (quale la pubblicazione degli utili trimestrali o semestrali, annunci di dividendi, annunci aziendali o avvicendamenti agli alti livelli), non riguardanti un OICVM o un FIA specifico né un gruppo di OICVM o FIA, a meno che le attività dei gestori di fondi si limitino a un unico fondo o ad un piccolo numero di fondi implicitamente identificati nella comunicazione aziendale;
- c) brevi messaggi diffusi *online*, in particolare sulle piattaforme dei *social media* che includono solo un collegamento a un sito web su cui è disponibile una comunicazione di *marketing*, ma che non contengono alcuna informazione su un FIA o su un OICVM specifico o su un gruppo di FIA o di OICVM;
- d) informazioni o comunicazioni emesse nel contesto della pre-commercializzazione⁽¹⁷⁾.

Gli elenchi soprariportati costituiscono alcuni esempi di ciò che può o non può essere considerato comunicazione di *marketing*; come è ovvio, dalla qualificazione in parola discende l'applicazione della relativa normativa di riferimento. Pur essendo espressamente previsto che gli Orientamenti vengano periodicamente aggiornati, gli elenchi forniti sembrano ad oggi sufficientemente ampi: specialmente la *positive list* risulta essere una categoria potenzialmente idonea a ricomprendere tutto ciò che, *lato sensu*, costituisce pubblicità o attività promozionale. Soltanto la prassi consentirà di perimetrare in

¹⁷ In tema della pre-commercializzazione cfr. V. TROIANO, *La pre-commercializzazione di FIA riservati*, RTDR, N. 3, 2021, p. 440 ss.

modo più dettagliato i confini nella nozione di comunicazione di *marketing*.

3. La notifica a Consob

Il Regolamento CBDF prevede un adempimento procedimentale connesso all'utilizzo di tutte le comunicazioni di *marketing*. Ai soli fini della verifica della conformità a tale regolamento e alle disposizioni nazionali in materia di requisiti per la commercializzazione, le Autorità competenti possono esigere la notifica preventiva delle comunicazioni di *marketing* che le società di gestione dell'OICVM intendono utilizzare direttamente o indirettamente nei loro rapporti con gli investitori (art. 7, par. 1, co. 1 del Regolamento CBDF). Ove decidano di operare tale scelta, le Autorità sono tenute a informare la società di eventuali richieste di modifica entro 10 giorni lavorativi a decorrere dalla ricezione della comunicazione di *marketing* (art. 7, par. 1, co. 2 del Regolamento CBDF)⁽¹⁸⁾.

Come si è avuto modo di vedere, la Consob ha optato per richiedere la notifica delle comunicazioni di *marketing*; si rileva tuttavia che nonostante il Regolamento CBDF faccia riferimento all'art. 7 ad una notifica "preventiva", l'art. 34-octies, co. 01 del Regolamento Emittenti richiede che la trasmissione della documentazione pubblicitaria avvenga "contestualmente alla sua diffusione".

Dal punto di vista dell'ambito di applicazione, la regola pone anche tre questioni interpretative che meritano di essere affrontate. In primo luogo, ci si chiede se l'obbligo in parola gravi anche sui gestori sotto soglia; in secondo luogo se sia richiesta la notifica in caso di comunicazioni di *marketing* aventi ad oggetto FIA riservati ma sottoscrivibili anche agli investitori non professionali di cui all'art. 14 Decreto MEF; da ultimo se sia obbligatoria la notifica nel caso in cui una comunicazione di *marketing* abbia ad oggetto OICVM ma sia utilizzata soltanto con investitori professionali.

¹⁸ Oltre a quanto scritto, il Regolamento CBDF prevede che il requisito di notifica preventiva non costituisce una condizione preliminare per la commercializzazione di quote di OICVM, né rientra nella procedura di notifica richiesta dall'art. 93 della UCITS. La notifica preventiva, dal punto di vista delle Autorità nazionali, può essere richiesta su base sistematica o conformemente ad altre pratiche di verifica e non pregiudica ulteriori poteri di controllo ex post delle comunicazioni commerciali. Inoltre, queste ultime sono tenute ad istituire, applicare e pubblicare sui propri siti web le procedure per tale notifica preventiva, ponendo regole e procedure interne atte ad assicurare il trattamento trasparente e non discriminatorio di tutti gli OICVM, indipendentemente dagli Stati membri in cui gli OICVM sono autorizzati.

Prima di questa analisi, tuttavia, occorre chiedersi se tutte le comunicazioni di *marketing* rivolte agli investitori al dettaglio siano soggette a notifica preventiva. Il dubbio sorge dalla differenza terminologica utilizzata dall'art. 101 TUF rispetto al Regolamento CBDF e agli Orientamenti. Ai sensi di tale norma rubricata "attività pubblicitaria", infatti, "la Consob individua con proprio regolamento, tenendo conto dell'esigenza di contenimento degli oneri per i soggetti vigilati e di quanto previsto dall'articolo 7 del regolamento (UE) 2019/1156, le modalità e i termini per l'acquisizione della documentazione relativa a qualsiasi tipo di pubblicità effettuata in Italia concernente un'offerta"; ad una prima lettura, sembrerebbe che l'enfasi della disposizione sia posta sulla pubblicità. Allo stesso modo l'art. 34-octies, co. 01 del Regolamento Emittenti prevede che "coloro che intendono effettuare qualsiasi tipo di pubblicità sul territorio nazionale concernente un'offerta trasmettono alla Consob la relativa documentazione pubblicitaria contestualmente alla sua diffusione, secondo le modalità stabilite in apposite istruzioni pubblicate sul sito internet della Consob". Anche in questo caso, dunque, si parla di pubblicità.

Dalla lettura delle norme citate, sembra non sussista un perfetto allineamento tra la definizione di "attività pubblicitaria" nazionale, rilevante ai fini della notifica preventiva a Consob, e quella di "comunicazioni di *marketing*" utilizzata nella normativa comunitaria; non è dunque chiaro se l'obbligo di comunicazione preventiva riguardi ogni forma di comunicazione di *marketing*, secondo la definizione comunitaria, o solamente le forme di "pubblicità" in senso stretto, che integrano "annunci pubblicitari". Ove si ritengano ricompresi nel perimetro applicativo dell'art. 101, co. 1 TUF e dell'art. 34-octies, co. 01 del Regolamento Emittenti i soli annunci pubblicitari, si dovrebbero di conseguenza ritenere non soggette all'obbligo di notifica preventiva le altre comunicazioni di *marketing*.

Una lettura prudente delle disposizioni comunitarie, tuttavia, fa propendere per ritenere che tutte le comunicazioni di *marketing*, e non solo gli annunci pubblicitari, siano soggetti all'obbligo di notifica preventiva alla Consob; ciò in quanto le esigenze di armonizzazione perseguite dal Regolamento CBDF e dagli Orientamenti fanno ritenere che un'Autorità nazionale non possa avvalersi in modo parziale di una discrezionalità concessa dal legislatore unionale.

3.1 Sui gestori sotto soglia

Come si è già avuto modo di ricostruire in relazione al dubbio circa l'applicabilità degli Orientamenti (e,

in senso lato, della disciplina) ai gestori sotto soglia, il medesimo tema si può porre in relazione all'art. 7 del Regolamento CBDF. Ciò in quanto la definizione di "gestori di fondi di investimento alternativi", come suesposto, rinvia alla nozione di GEFIA di cui all'art. 4, par. 1, lett. b) AIFMD, ossia gestori "autorizzati in conformità all'articolo 6 della medesima direttiva". Un primo punto da tenere in considerazione è che la categoria di gestori in parola può gestire e commercializzare esclusivamente FIA riservati⁽¹⁹⁾; conseguentemente, la risposta al quesito è legata indissolubilmente al secondo, ossia se l'obbligo di notifica preventiva si applichi in caso di comunicazioni di *marketing* aventi ad oggetto FIA riservati che, tuttavia, possono essere sottoscritti dagli investitori non professionali ammessi ai sensi dell'art. 14 del Decreto MEF.

Anche in questo caso, così come per l'applicabilità degli Orientamenti emanati in forza del diverso art. 4 del Regolamento CBDF, la normativa nazionale complica il quadro: l'art. 101 TUF, come visto, non distingue. Vi è da chiedersi se l'assenza di uno specifico chiarimento costituisca una scelta del legislatore italiano, che per tale via ha voluto considerare implicitamente necessaria la notifica preventiva delle comunicazioni di *marketing* anche da parte dei gestori sotto soglia, oppure se al contrario non si sia inteso escludere tali gestori dall'obbligo in parola.

La questione non è meramente interpretativa poiché dalla soluzione dipende la sussistenza o meno di un obbligo di comunicazione verso la Consob. Sul punto si dovrebbe considerare che per i gestori sotto soglia il Regolamento Emittenti esclude l'obbligo di notifica preventiva alla Consob per la commercializzazione (art. 28-bis, co. 11). Dal punto di vista logico sarebbe dunque ragionevole che, non essendo richiesta la notifica per la commercializzazione, a maggior ragione non dovrebbe essere richiesta la notifica preventiva delle comunicazioni di *marketing*. Sarebbe paradossale che un gestore fosse obbligato ad effettuare la notifica per l'attività promozionale delle quote di un fondo non notificato per la commercializzazione. Per quanto vi sia dunque spazio per argomentare nel senso di escludere i gestori sotto soglia dall'obbligo di comunicazione preventiva, sarebbe opportuno un chiarimento da parte dell'Autorità.

¹⁹ L'art. 35-undecies TUF e Titolo II, Capitolo I, Sezione VIII del Provvedimento Banca d'Italia 19 gennaio 2015 come da ultimo modificato dal Provvedimento Banca d'Italia 23 dicembre 2021 recante il Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio.

3.2 Comunicazioni di marketing di FIA riservati sottoscrivibili da investitori non professionali

Come si è avuto modo di anticipare, non è chiaro se l'art. 7 del Regolamento CBDF trovi applicazione in caso di comunicazioni di *marketing* aventi ad oggetto FIA riservati che ammettano la sottoscrizione di investitori non professionali. Il dubbio non sembra porsi nel caso in cui il regolamento o lo statuto dell'OICR escluda la partecipazione degli investitori di cui all'art. 14 del Decreto MEF: in tale ipotesi, vale la lettera dell'art. 7, co. 3 in parola, ai sensi del quale "se i GEFIA, i gestori di EuVECA o i gestori di EuSEF commercializzano presso gli investitori al dettaglio quote o azioni di loro FIA, i paragrafi 1 e 2 si applicano, *mutatis mutandis*, a tali GEFIA, gestori di EuVECA o gestori di EuSEF".

Proprio dalla lettura di tale disposizione, tuttavia, ci si deve chiedere se il riferimento sia ai FIA non riservati o anche ai FIA riservati sottoscrivibili dagli investitori non professionali. Si ricorda infatti che i FIA riservati possono essere sottoscritti da determinate categorie di investitori non professionali (individuate dall'art. 14 del Decreto MEF) a condizione che il regolamento o lo statuto lo prevedano⁽²⁰⁾. Allo stesso modo, i fondi EuVECA ed EuSEF possono essere sottoscritti da investitori diversi dagli investitori professionali nel rispetto delle condizioni poste dall'art. 6 di ciascuno dei relativi regolamenti istitutivi⁽²¹⁾.

Il Regolamento EuVECA e il Regolamento EuSEF prevedono espressamente un'apertura agli investitori non professionali; tuttavia, il legislatore europeo nell'art. 7 del Regolamento CBDF utilizza la formula ipotetica "se [...] commercializzano presso gli investitori al dettaglio", riferendola indistintamente a tutte le tipologie di gestori di FIA (siano essi tradizionali, EuVECA o EuSEF). Ciò potrebbe portare a pensare che l'intenzione del legislatore sia effettivamente quella di rendere obbligatoria la notifica preventiva soltanto nell'ipotesi di FIA non riservati.

²⁰ Ciò, naturalmente, oltre al rispetto degli altri requisiti posti dalla disposizione. Per un commento sulla recente modifica intervenuta all'art. 14 del Decreto MEF si vedano D. ABATE e S. GARINO, *Abbassamento soglia dei Fia: grande opportunità per chi saprà coglierla*, in *Dealflower*, Opinioni, 2022 consultabile su <https://dealflower.it/abbassamento-soglia-dei-fia-grande-opportunita-per-chi-sapra-coglierla/>.

²¹ Regolamento (UE) n. 345/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per il *venture capital* ("Regolamento EuVECA") e Regolamento (UE) 346/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale ("Regolamento EuSEF").

Peraltro, considerazioni di prudenza potrebbero portare a ritenere prevalente l'esigenza di tutela degli investitori al dettaglio di cui all'art. 14 del Decreto MEF. Anche su questo punto, sarebbe utile una presa di posizione da parte dell'Autorità nazionale.

3.3 Comunicazioni di marketing aventi ad oggetto OICVM rivolte ai soli investitori professionali

L'ultimo profilo che si intende in questa sede analizzare riguarda l'applicabilità dell'obbligo di notifica preventiva delle comunicazioni di *marketing* di OICVM, che siano però rivolte ai soli investitori professionali. Ad esempio, una presentazione individuale rivolta a un investitore istituzionale dovrebbe rientrare nella nozione di comunicazione di *marketing* posta dagli Orientamenti⁽²²⁾, tuttavia ci si può comunque chiedere se rimanga necessario adempiere all'obbligo di notifica; ciò in considerazione del fatto che l'art. 7, co. 1 del Regolamento CBDF, a sua volta, non distingue tra comunicazioni di *marketing* indirizzate a investitori al dettaglio e quelle invece destinate ai clienti professionali.

Sul punto è utile un chiarimento indirettamente fornito dalla Consob nel documento dell'ESMA del 28 marzo 2022 (ESMA34-45-1576) che contiene i collegamenti ipertestuali e le sintesi delle regole nazionali relativi ai requisiti dell'attività promozionale; nel citato documento, la sezione relativa all'Italia chiarisce che *"in case of advertisement campaign targeted to retail investors the documentation relating such campaign shall be transmitted to CONSOB at the time of advertising (art. 101 of Italian Financial Consolidated Act (TUF) and art. 34-octies of CONSOB Issuers' Regulation)"*.

Alla luce di quanto comunicato dalla Consob all'ESMA, dunque, è preferibile ritenere che non sia necessario notificare all'Autorità una comunicazione di *marketing* che sia rivolta esclusivamente a uno o più investitori professionali. Una tale ricostruzione è coerente, inoltre, con il minore *need of protection* che caratterizza tali soggetti i quali, in quanto professionali, sono per definizione in grado di valutare la portata di una comunicazione di *marketing*.

²² La lettera c) della *positive list* di cui agli Orientamenti include *"materiale di marketing indirizzato individualmente a investitori o potenziali investitori [...]"* senza distinguere la classificazione del cliente.

4. Il contenuto delle comunicazioni di marketing

Nei paragrafi che seguono, si analizzerà il contenuto delle comunicazioni di *marketing* rivolte agli investitori, osservando preliminarmente che il Regolamento CBDF, all'art. 4, par. 1, richiama i gestori all'osservanza di alcuni principi: nello specifico, questi ultimi sono chiamati ad assicurare che le comunicazioni di *marketing* siano chiaramente identificabili come tali, descrivano con uguale evidenza rischi e rendimenti dell'acquisto di quote di OICR e, infine, contengano informazioni chiare, corrette e non fuorvianti. Tali requisiti sono dettagliati dall'ESMA negli Orientamenti⁽²³⁾.

4.1 L'identificazione della comunicazione

I gestori, in un'ottica di tutela dell'investitore, devono assicurare che le comunicazioni di *marketing* siano chiaramente identificabili come tali e ciò può avvenire attraverso l'apposizione della dicitura *"comunicazione di marketing"*⁽²⁴⁾. Secondo l'ESMA il requisito in base al quale le comunicazioni di *marketing* devono essere identificabili come tali implica che esse *"includano tutte le informazioni sufficienti affinché sia chiaro che la comunicazione ha esclusivamente finalità di marketing, che non è un documento contrattualmente vincolante né un documento informativo necessario ai sensi di una disposizione legislativa e non è sufficiente per prendere una decisione di investimento"*⁽²⁵⁾; in altri termini, deve risultare evidente che le comunicazioni in parola hanno uno scopo meramente commerciale, finalizzato a indurre il potenziale investitore a interessarsi all'OICR pubblicizzato, e non devono contenere informazioni sufficienti per assumere una decisione di investimento, tanto che il gestore del fondo è chiamato a specificarne la natura, escludendo che si tratti di documenti contrattualmente vincolanti o di docu-

²³ La Consob, in data 29 settembre 2021, ha pubblicato sul proprio sito *web* un Avviso nel quale viene specificato che, con decorrenza dal 2 febbraio 2022, i gestori nella diffusione in Italia di comunicazioni di *marketing* su OICR dagli stessi gestiti sono tenuti a rispettare gli indirizzi interpretativi resi dall'ESMA attraverso gli Orientamenti in parola. I principi cardine della disciplina dell'attività promozionale svolta dai gestori erano già declinati nella Comunicazione Consob n. DIN/1031371 del 26 aprile 2001 e nella Comunicazione Consob n. DIN/4014197 del 19 febbraio 2004 che, a far data dal 2 febbraio, non sono più applicabili in quanto sostituite dagli Orientamenti.

²⁴ Siffatta informazione si presta ad essere inserita agevolmente, ad esempio, in documenti cartacei o elettronici, così come articoli di stampa, comunicati stampa, annunci pubblicitari o altri messaggi simili; nel caso di comunicazioni di *marketing online*, come un *post* su un *social media*, la dicitura può essere preceduta dal simbolo *"#"* nel caso in cui l'utilizzo di tale simbolo metta in risalto il testo che lo segue, come nel caso di LinkedIn.

²⁵ Cfr. Orientamenti, punto 6.

menti informativi richiesti da una qualsivoglia disposizione legislativa ⁽²⁶⁾: la funzione informativa per l'investitore è infatti assolta dal prospetto/documento d'offerta e dal KIID/KID oltre che dal modulo di sottoscrizione e dal regolamento/statuto dell'OICR; l'Autorità europea sembra inoltre introdurre una sorta di presunzione in base alla quale non si può identificare come comunicazione di *marketing* un messaggio che contenga una quantità eccessiva di riferimenti incrociati a disposizioni legali o regolamentari, eccezion fatta del caso in cui ciò sia opportuno: su quest'ultima regola, positivizzata nel punto 10 degli Orientamenti, ci si può chiedere da un lato quale sia la misura "eccessiva" di riferimenti incrociati e, dall'altro, quando gli stessi risultino opportuni; mentre con riferimento al primo profilo non viene fornita un'indicazione esplicita, e dunque si richiede una valutazione caso per caso rimessa alla sensibilità del responsabile *marketing* del gestore, per il secondo viene fornito un esempio: è opportuno effettuare riferimenti incrociati a disposizioni legali o regolamentari nel caso di un riferimento alle norme di diritto interno che disciplinano il funzionamento del tipo specifico di FIA cui si riferisce la comunicazione.

Sempre nell'ottica dell'identificazione della comunicazione di *marketing*, gli Orientamenti richiedono che la stessa includa un *disclaimer* testuale che inviti l'investitore a consultare, prima di prendere una decisione di investimento finale, l'informativa precontrattuale del fondo (prospetto o documento d'offerta) nonché il documento contenente le informazioni chiave per gli investitori ove previsto. Ove la dicitura espressamente prescritta al punto 7 degli Orientamenti non risulti adatta al formato e alla lunghezza di una comunicazione di *marketing online* (come potrebbe accadere nel caso di una "storia" sulla piattaforma Instagram), la stessa può essere sostituita da un'espressione più breve che identifichi la finalità di *marketing* della comunicazione, ad esempio con le parole "comunicazione di *marketing*" o con il termine "#comunicazione di *marketing*"; nel caso di una presentazione video, invece, gli Orientamenti precisano che l'avvertenza non debba essere visualizzata soltanto al termine del filmato, bensì per tutta la durata del messaggio (un esempio potrebbe essere un sottotitolo statico in sovraimpressione nella parte bassa del video).

²⁶ Ciò è coerente con la *negative list* posta dagli Orientamenti che, come visto, esclude dalla nozione di comunicazione di *marketing* i documenti legali e normativi del fondo.

4.2 I rischi e rendimenti

Nell'ipotesi in cui una comunicazione di *marketing* contenga informazioni su rischi e rendimenti del fondo gli Orientamenti forniscono delle indicazioni sia di carattere grafico-descrittivo, sia di natura contenutistica (Orientamenti, sezioni 5 da un lato e 6.2 e 6.4 dall'altro); per tale ragione si è deciso in questa sede di riunire all'interno del presente paragrafo tutti e tre gli aspetti connessi all'utilizzo di rischi e rendimenti nelle comunicazioni di *marketing*.

4.2.1 (segue): profili grafici

Dal primo punto di vista è necessario che sia data uguale evidenza sia dei rischi che dei rendimenti connessi all'investimento; per la precisione gli Orientamenti, al punto 12, utilizzano il più ampio concetto di "potenziale vantaggio", stabilendo in proposito che "le comunicazioni di *marketing* che si riferiscono a un potenziale vantaggio derivante dall'acquisto di quote o azione di FIA o di un OICVM devono essere accurate e indicare sempre gli eventuali rischi pertinenti in modo corretto ed evidente": ciò sembra lasciar intendere che anche vantaggi diversi dal rendimento finanziario in senso stretto debbano essere tenuti in considerazione nella valutazione della corretta rappresentazione dei rischi pertinenti: ad esempio, nel caso di OICR che si qualificano come PIR (acronimo di "Piano Individuale di Risparmio") fare riferimento ai vantaggi fiscali di tali strumenti dovrebbe comportare anche una descrizione delle condizioni necessarie affinché gli stessi possano essere ottenuti, come ad esempio l'obbligo di mantenere fermo l'investimento per un certo periodo di tempo. La valutazione circa il pari grado di chiarezza dell'indicazione di rischi e rendimenti deve essere effettuata caso per caso, in rapporto sia alla presentazione che al formato di tali descrizioni.

A livello grafico, il carattere utilizzato per descrivere i rischi e le relative dimensioni devono essere almeno uguali alle dimensioni prevalenti del carattere utilizzato per tutte le informazioni fornite ⁽²⁷⁾; ciò significa che è possibile utilizzare caratteri differenti per veicolare le diverse informazioni della comunicazione di *marketing*, evitando che i rischi vengano rappresentati con caratteri di dimensioni inferiori. Un'interpretazione letterale della disposizione sembra dunque non escludere di poter utiliz-

²⁷ Cfr. Orientamenti, punto 13, prima parte.

zare per i rischi un carattere ridotto rispetto a quello utilizzato per dar conto dei rendimenti/vantaggi, a condizione tuttavia che venga utilizzata una dimensione almeno equivalente a quella del resto della comunicazione; un'interpretazione più prudente, tuttavia, suggerirebbe di utilizzare il medesimo carattere per la rappresentazione di rendimenti e rischi, in linea con la dimensione media utilizzata nel resto della comunicazione. Anche in questo caso la valutazione deve essere svolta nel caso concreto.

Dal punto di vista della rappresentazione di rischi e rendimenti, gli Orientamenti prescrivono che sia assicurata evidenza agli stessi: in particolare, le relative informazioni non devono essere divulgate in una nota a piè di pagina né in caratteri piccoli nel corpo principale della comunicazione. Ad esempio, al punto 13, seconda parte ESMA suggerisce di utilizzare la forma tabellare prevedendo due colonne o, in alternativa, un elenco riepilogativo di una sola pagina che distingua chiaramente i rischi dai rendimenti. Quanto all'ordine con il quale devono essere rappresentate tali informazioni, rischi e rendimenti devono essere elencati allo stesso livello o, in alternativa, gli uni devono seguire immediatamente gli altri⁽²⁸⁾.

L'ultima regola consiste nel divieto di rappresentare i rendimenti senza dare evidenza dei rischi, ad esempio rinviando ad altro documento; ciò con l'evidente finalità di fornire un'informazione immediata su entrambi i profili nello stesso documento (cfr. Orientamenti, punto 15).

4.2.2 (segue): profili informativi

Come anticipato, gli Orientamenti forniscono anche regole di dettaglio relative alle informazioni da fornire su rischi e rendimenti affinché la comunicazione di *marketing* possa essere considerata corretta, chiara e non fuorviante. In particolare, si prevede che l'informazione sul profilo di rischio del fondo promosso deve fare riferimento alla stessa classificazione dei rischi inclusa nel KID o nel KIID⁽²⁹⁾.

Quando elencano i rischi, le comunicazioni di *marketing* devono fare riferimento almeno ai rischi pertinenti menzionati nel KID, nel KIID, nel prospetto o nel documento d'offerta, indicando in modo chiaro e

²⁸ Cfr. Orientamenti, punto 14.

²⁹ Il punto sembra riferirsi alla classificazione effettuata dagli Orientamenti CESR/10-673 del 1° luglio 2010 relativi alla metodologia per il calcolo del *synthetic risk and reward indicator* (SRRRI) nel KIID.

distinto dove siano disponibili informazioni complete sui rischi (punto 37 degli Orientamenti).

Nel caso in cui sia promosso un FIA *retail*, la comunicazione deve specificare chiaramente la natura illiquida dell'investimento, ove quest'ultimo presenti tale caratteristica; ciò avviene ad esempio nel caso dei fondi immobiliari, di *private equity*, di *venture capital*, e nei fondi di credito.

Nel caso in cui il fondo oggetto di comunicazione sia di recente istituzione, invece, non essendo disponibili dati sulle *performance* passate il profilo di rendimento può essere rappresentato solo basandosi sulle *performance* passate dell'indice di riferimento o al rendimento oggettivo, a seconda di cosa prevedano i documenti legali e normativi del fondo promosso (punto 40 degli Orientamenti).

Ove la comunicazione effettui una rappresentazione comparativa, essa può basarsi esclusivamente su fondi analoghi per quanto concerne la politica di investimento e il profilo di rischio/rendimento; in tal caso, è necessario includere il riferimento al periodo in questione, che deve essere almeno pari a 12 mesi o suoi multipli, e la classificazione dei rischi dei fondi comparati (Orientamenti, punto 39). Sul tema della comparazione gli Orientamenti si preoccupano anche di dettagliare ulteriori regole in termini di correttezza, chiarezza e di idoneità a fuorviare l'investitore (v. *infra* il paragrafo 4.3.2).

4.3. Rendimenti passati e futuri attesi

Un ultimo aspetto relativo ai rendimenti riguarda le informazioni che devono essere fornite sui rendimenti passati e su quelli futuri attesi; si anticipa sin da subito che le eventuali informazioni sulle *performance* passate devono essere precedute dalla seguente dichiarazione espressa: "*I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri*"⁽³⁰⁾. Tale avvertimento è posto come prima informazione proprio per richiamare fin da subito l'attenzione dell'investitore alla circostanza che eventuali rendimenti positivi passati devono essere correttamente ponderati e non possono rappresentare una garanzia di altrettanti (se non addirittura eventuali) rendimenti futuri.

³⁰ Si veda il punto 47 degli Orientamenti.

4.3.1 (segue): i rendimenti passati

In primo luogo, ESMA pone anche in questo caso l'accento sulla coerenza tra l'informativa data nelle comunicazioni di *marketing* e quella fornita nel prospetto/documento d'offerta e nel KIID/KID (sul tema v. *infra*). In secondo luogo, le informazioni sulle *performance* passate, ivi comprese quelle simulate, non devono costituire l'informazione principale della comunicazione di *marketing*, che deve basarsi su dati storici e indicare il periodo di riferimento scelto per misurare la *performance* e la fonte dei dati (punto 44, prima parte degli Orientamenti). Quanto al periodo da considerare, è necessario comunicare le *performance* passate dei 10 anni precedenti per i fondi che producono un KIID⁽³¹⁾, o dei 5 anni precedenti per altri fondi, oppure dell'intero periodo per cui i fondi in questione vengono offerti nel caso in cui detti periodi siano inferiori. In ogni caso le informazioni sulle *performance* passate devono basarsi su periodi completi di 12 mesi, ma tali informazioni possono essere integrate con le *performance* dell'anno in corso aggiornate alla fine del trimestre più recente (punto 44, ultima parte degli Orientamenti). Sembra dunque che non sia obbligatorio dar conto dell'andamento dell'anno in corso, bensì che la scelta sia rimessa al gestore⁽³²⁾.

Per esigenze di chiarezza, quando la comunicazione riporti *performance* cumulative, essa deve altresì mostrare le *performance* del fondo per ogni anno del periodo considerato; una modalità di presentazione di tale informazione corretta e non fuorviante è, ad esempio, l'utilizzo di un grafico (punto 46 degli Orientamenti).

Se non sono disponibili informazioni sui rendimenti passati del fondo promosso, in particolare nel caso in cui quest'ultimo sia stato recentemente istituito, le comunicazioni di *marketing* devono evitare di

³¹ Al momento in cui si scrive, dunque, gli OICVM devono pubblicare le *performance* degli ultimi 10 anni; ciò fino a quanto entrerà in vigore la modifica al Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati ("Regolamento PRIIPs") che prevederà l'utilizzo del KID anche per tale tipologia di fondi.

³² Qualsiasi modifica che abbia influito significativamente sulle *performance* passate del fondo promosso, quale una modifica del gestore, deve essere indicata in modo visibile.

divulgare un rendimento precedente simulato che si basi su informazioni non pertinenti⁽³³⁾. Per tale ragione la divulgazione di rendimenti passati simulati deve limitarsi alle comunicazioni di *marketing* riguardanti: a) una nuova categoria di azioni di un fondo esistente o di comparti di investimento, se i rendimenti si possono simulare in base a un'altra categoria di azioni, ammesso che le due categorie di azioni presentino caratteristiche identiche o sostanzialmente identiche; b) un nuovo fondo *feeder* i cui rendimenti possano essere simulati utilizzando i rendimenti del fondo *master* corrispondente, se la strategia e gli obiettivi del fondo *feeder* non consentono di detenere attività diverse dalle quote del fondo *master* e dalle attività liquide detenute a titolo accessorio, o se le caratteristiche del fondo *feeder* non differiscono in maniera sostanziale da quelle del fondo *master*⁽³⁴⁾.

4.3.2. I rendimenti futuri attesi

Sul tema dei rendimenti futuri attesi gli Orientamenti forniscono una serie di raccomandazioni affinché la relativa informativa risulti conforme al dettato del Regolamento CBDF; in particolare: a) devono basarsi su ipotesi ragionevoli suffragate da dati oggettivi; b) si possono comunicare solo per ciascun fondo, e non è consentito l'utilizzo di dati aggregati; c) devono riguardare un orizzonte di investimento che sia coerente con l'orizzonte di investimento raccomandato del fondo.

Quanto alle avvertenze, le informazioni sui rendimenti futuri attesi devono rispettare le seguenti condizioni: a) se vengono presentate informazioni basate sulle *performance* passate e/o sulle condizioni attuali, esse devono essere precedute da uno specifico *disclaimer*⁽³⁵⁾; b) devono specificare che i rendimenti sono soggetti a tassazione, la quale dipende dalla situazione personale di ciascun investitore e può cambiare in futuro; c) devono indicare che l'investimento può comportare una perdita finanziaria in assenza di garanzie sul capitale.

³³ Le informazioni sui rendimenti passati simulati devono soddisfare, *mutatis mutandis*, i requisiti indicati nei punti da 44 a 49 degli Orientamenti in materia di rendimenti passati.

³⁴ Cfr. punto 49 degli Orientamenti.

³⁵ Il testo dell'avvertenza è fornito direttamente dal punto 56 degli Orientamenti: "Gli scenari presentati sono una stima del rendimento futuro sulla base di prove relative alle variazioni passate del valore di questo investimento e/o sulla base delle condizioni attuali del mercato e non sono un indicatore esatto. Gli importi dei rimborsi varieranno a seconda della performance del mercato e del periodo di tempo per cui è mantenuto l'investimento/il prodotto".

Da ultimo, se le informazioni riguardano un ETF, le comunicazioni di *marketing* devono specificare i mercati regolamentati in cui il fondo è trattato e, qualora la comunicazione riporti dati sui rendimenti futuri attesi, tali dati devono basarsi sul valore patrimoniale netto (NAV) del fondo.

4.4. La natura corretta, chiara e non fuorviante delle comunicazioni di marketing

Il terzo ed ultimo principio posto dal Regolamento CBDF a tutela degli investitori stabilisce che le comunicazioni di *marketing* devono contenere informazioni corrette, chiare e non fuorvianti. Tali caratteristiche, come è ovvio, mirano a tutelare l'investitore al dettaglio garantendo che lo stesso non sia indotto ad effettuare un investimento sulla base di informazioni *misleading*. La funzione dell'attività promozionale è chiaramente volta a indurre il pubblico della potenziale clientela ad effettuare l'investimento: fermo restando che l'informativa vera e propria è veicolata dai documenti legali quali prospetto/documento d'offerta, KIID/KID, modulo di sottoscrizione e regolamento/statuto del fondo, è ovvio che anche il messaggio pubblicitario debba essere trasparente e non ingannevole.

4.4.1. (segue): adeguatezza delle comunicazioni di marketing e la coerenza rispetto ad altri documenti

L'esigenza di tutelare i potenziali investitori implica, anzitutto, che il livello delle informazioni e il modo in cui sono presentate vengano adeguati a seconda che l'investimento nel fondo promosso sia "aperto" agli investitori al dettaglio (OICVM o FIA al dettaglio) o solo agli investitori professionisti (FIA non al dettaglio); ciò in considerazione del differente *need of protection* che caratterizza le due tipologie di clientela in parola. In particolare, secondo il punto 16 degli Orientamenti, le comunicazioni di *marketing* che promuovono fondi *retail* devono astenersi dall'utilizzare espressioni eccessivamente tecniche, fornire una spiegazione della terminologia impiegata, essere di facile lettura e, ove pertinente, spiegare adeguatamente la complessità del fondo e i rischi derivanti dall'investimento; ciò con l'evidente obiettivo di aiutare gli investitori a comprendere le caratteristiche del fondo promosso in modo da garantire decisioni di investimento consapevoli da parte degli stessi⁽³⁶⁾.

³⁶ Quanto alla lingua da utilizzare, la comunicazione di *marketing* deve essere redatta nelle lingue ufficiali o in una delle lingue ufficiali utilizzate nella zona dello Stato membro in cui il fondo è distribuito, oppure in un'altra lingua accettata dalla Autorità nazionali competenti di detto Stato membro (v. punto 17 degli Orientamenti).

Il secondo punto di attenzione posto dall'ESMA riguarda l'importanza che le informazioni presentate nelle comunicazioni di *marketing* siano coerenti con i documenti legali e normativi del fondo promosso⁽³⁷⁾. Tale requisito è applicabile, *inter alia*, alla divulgazione della politica di investimento, del periodo di detenzione raccomandato, dei rischi e dei rendimenti (ivi inclusi i rendimenti passati e quelli futuri attesi), nonché dei costi. L'esigenza di coerenza posta dagli Orientamenti non implica che tutte le informazioni pertinenti necessarie per prendere una decisione di investimento debbano essere incluse nella comunicazione di *marketing*; tuttavia, la formulazione e la presentazione utilizzate in tale comunicazione non devono essere incoerenti né in contrasto con le informazioni menzionate nei documenti legali e normativi del fondo promosso, né ampliarle o sminuirne l'importanza.

Da ultimo, nel caso in cui nelle comunicazioni di *marketing* siano menzionati o divulgati indicatori, simulazioni o dati relativi a rischi e rendimenti, ai costi o ai rendimenti passati e a quelli futuri attesi, essi devono essere coerenti con gli indicatori, le simulazioni e i dati utilizzati nei documenti legali e normativi del fondo. Ciò implica che la metodologia e il valore utilizzati per calcolare gli indicatori devono essere gli stessi adottati nei documenti legali e normativi, anche se la presentazione può essere diversa.

4.4.2. (segue): la descrizione delle caratteristiche dell'investimento

Invertendo in parte l'ordine seguito dagli Orientamenti, si evidenzia fin da subito la regola secondo la quale tutte le dichiarazioni contenute nella comunicazione di *marketing* relative alla descrizione delle caratteristiche dell'investimento devono essere adeguatamente giustificate sulla base di fonti oggettive verificabili, che devono essere citate. È inoltre espressamente sconsigliato l'utilizzo di espressioni eccessivamente ottimistiche quali "il miglior fondo" o "il miglior gestore", espressioni che sminuirebbero i rischi come "investimento sicuro" o "rendimenti facili" oppure ancora espressioni che possano implicare rendimenti elevati, senza spiegare chiaramente che c'è un rischio di non conseguirli e di perdere del tutto o in parte l'investimento (punto 32 degli Orientamenti). Il principio posto dagli Orientamenti sembra chiaro: evitare eccessi nella comunicazione; si potrebbe però immaginare un'apertura ove l'af-

³⁷ Il riferimento è, ove applicabili, a: a) il prospetto o il documento d'offerta; b) l'atto costitutivo e lo statuto o il regolamento del fondo e, negli ordinamenti in cui è ammesso, il contratto fiduciario o documenti analoghi necessari per istituire legalmente lo stesso; c) il KIID o il KID; d) le informazioni comunicate sui siti web dai gestori in materia di finanza sostenibile ai sensi del Regolamento (UE) n. 2019/2088 ("SFDR"); e) le relazioni annuali e semestrali.

fermazione circa l'asserita superiorità del prodotto fosse suffragata da dati ufficiali di soggetti terzi e indipendenti (quali ad esempio riviste di settore accreditate); in tale ultimo caso è necessario tenere conto anche della regola secondo cui qualsiasi riferimento a documenti esterni, quali appunto un'analisi indipendente pubblicata da terzi, deve citare almeno la fonte delle informazioni e il periodo cui si riferiscono le stesse⁽³⁸⁾. In questi casi, si può immaginare anche di far riferimento alle caratteristiche in base al quale il prodotto pubblicizzato risulti effettivamente "il migliore"; ciò nei limiti del contenimento espositivo e, in ogni caso, fornendo adeguata evidenza circa i rischi comunque connessi alla sottoscrizione o l'acquisto del fondo. Sempre con riferimento ad una possibile comparazione, il confronto può essere effettuato solo con fondi che siano caratterizzati da una politica di investimento simile e da un profilo di rischio e rendimento analogo a quello pubblicizzato, a meno che i documenti di *marketing* contengano una spiegazione pertinente in merito alla differenza esistente tra i fondi⁽³⁹⁾. Sembra dunque ipotizzabile una comparazione tra prodotti differenti, a condizione che sia data una motivazione chiara dei punti di divergenza tra gli stessi: ciò sembra ridurre le possibilità di utilizzo concreto di tale "deroga", rendendo di fatto più probabile una comparazione tra strumenti effettivamente simili.

Nella descrizione delle caratteristiche dell'investimento, il gestore deve mantenere aggiornate le informazioni; ciò risulta agevole nel caso di comunicazioni di *marketing online*, mentre nel caso ad esempio di articoli di giornale ovviamente non si può prevedere un aggiornamento nel continuo salvo modificare l'annuncio sostenendo i relativi costi.

La quantità di informazioni contenute in una comunicazione di *marketing* deve essere proporzionale alle dimensioni e al formato della comunicazione: per esempio, quando la comunicazione di *marketing* è in formato cartaceo o elettronico, il carattere e le sue dimensioni devono essere tali da rendere le informazioni facilmente leggibili; se si usano audio o video, la velocità di parola e il volume del suono devono presentare le informazioni in modo comprensibile e chiaramente udibile.

Quando una comunicazione di *marketing* descrive alcune caratteristiche dell'investimento deve contenere informazioni sufficienti affinché si possano comprendere gli elementi chiave di tali caratteristi-

³⁸ Cfr. punto 34 degli Orientamenti.

³⁹ Cfr. punto 33 degli Orientamenti.

che e non deve includere una quantità eccessiva di riferimenti incrociati a documenti legali e normativi del fondo promosso: sempre a fini di chiarezza, le informazioni devono essere presentate in modo tale da risultare con ogni probabilità comprensibili per il componente medio del gruppo di investitori al quale sono dirette; nel caso degli investitori al dettaglio, particolare attenzione deve essere prestata sulla verifica della chiarezza del significato di tutti i termini che descrivono l'investimento⁽⁴⁰⁾. Eventuali dettagli devono essere accurati e, conseguentemente, la comunicazione deve, da un lato, spiegare che l'investimento riguarda l'acquisizione di quote o azioni in un fondo e non in una determinata attività sottostante dello stesso (ciò nel caso dei fondi *retail*) e, dall'altro, includere una breve descrizione della politica di investimento e dei tipi di attività in cui il fondo può investire⁽⁴¹⁾. In relazione a quest'ultimo aspetto, per facilitare la comprensione da parte degli investitori, gli Orientamenti raccomandano come prassi di indicare, in relazione al caso concreto, se si tratti di fondi che riproducono indici (ad esempio con i termini "passivi" o "gestiti passivamente") o di fondi attivi/gestiti attivamente: Inoltre, nel caso di fondi attivi gestiti rispetto a un indice, devono essere fornite informazioni sull'utilizzo del *benchmark* e specificare il grado di scostamento dallo stesso; al contrario, in relazione a fondi attivi che non sono gestiti rispetto ad un *benchmark*, la comunicazione deve offrire una spiegazione sul punto agli investitori.

Quando la comunicazione fa riferimento all'utilizzo della leva finanziaria, indipendentemente dal modo in cui si ottiene l'effetto leva, deve contenere una spiegazione dell'impatto di questa caratteristica in relazione al rischio di un potenziale aumento delle perdite o dei rendimenti.

Le comunicazioni di *marketing* devono evitare di fare riferimento al nome dell'Autorità nazionale competente in un modo che ne implichi l'avallo o l'approvazione del fondo promosso; in particolare, è possibile fare riferimento alla concessione dell'autorizzazione alla commercializzazione, senza tuttavia che ciò sia utilizzato come argomento pubblicitario (punto 30 degli Orientamenti). In altri termini, sembra astrattamente possibile utilizzare il nome di un'Autorità: stante però il divieto di utilizzare tale informazione a scopo promozionale, è difficile immaginare l'utilità pratica di un tale riferimento anche in

⁴⁰ Cfr. punto 29 degli Orientamenti.

⁴¹ Cfr. i punti 25 e 26 degli Orientamenti.

considerazione dell'opinabilità sull'utilizzo quale argomentazione pubblicitaria dello stesso e del relativo rischio di ricevere una richiesta di modifica della comunicazione stessa. Salvo, dunque, un utilizzo veramente "asettico" di tale informazione, operativamente sembra preferibile improntare la strategia di *marketing* su altri elementi.

Da ultimo, si segnala il punto 31 degli Orientamenti che affronta l'utilizzo dei *social media* in relazione alla descrizione delle caratteristiche dell'investimento: in tali ipotesi, e più in generale nelle comunicazioni di *marketing* "brevi", ESMA ritiene che il messaggio debba essere quanto più neutrale possibile, e che dovrebbe indicare dove siano disponibili informazioni più dettagliate mediante collegamenti ipertestuali al sito web pertinente dove si possano consultare i documenti informativi del fondo. Tale regola dovrebbe essere circoscritta ai casi in cui il mezzo stesso effettivamente preveda un limitato numero di caratteri (ad esempio, un post su Twitter) o un limitato numero di secondi (ad esempio una *story* su Instagram, LinkedIn o TikTok); in altri casi, al contrario, ove il *social media* consenta di utilizzare un numero maggiore di caratteri (ad esempio, un post sullo stesso LinkedIn consente un'estensione fino a 3.000 caratteri) il *medium* risulta perfettamente idoneo a rappresentare un messaggio pubblicitario "completo". La sensazione che emerge dall'apparente ossimoro "comunicazione di *marketing* neutrale" collegata alla brevità del messaggio porta a ritenere che nell'interpretazione dell'Autorità europea l'uso dei *social media* (o, comunque, di comunicazioni brevi) non sia strumento idoneo a veicolare messaggi promozionali compiuti, quasi come a ritenere che il *social media* possa giocare il ruolo di un "collegamento ipertestuale ampliato" fisiologicamente inidoneo a veicolare informazioni di dettaglio sul fondo di investimento. Una tale conclusione necessita ancora una volta di essere verificata in concreto, secondo un approccio *case-by-case*.

4.4.3 (segue): informazioni sui costi

L'indicazione dei costi di acquisto, detenzione, conversione e vendita del fondo deve includere una spiegazione sull'impatto complessivo che gli stessi hanno sull'importo dell'investimento e sui rendimenti attesi. Per ragioni di chiarezza, gli Orientamenti stabiliscono tramite rinvio⁽⁴²⁾ che il materiale

⁴² Il rinvio in parola è rivolto al paragrafo 46 degli Orientamenti ESMA in materia di commissioni di *performance* degli OICVM e di alcuni tipi di FIA (ESMA34-39-992).

promozionale, ove contenga l'indicazione della commissione di *performance*, dovrebbe riportare chiaramente tutte le informazioni necessarie per consentire agli investitori di comprenderne correttamente il modello e la metodologia di calcolo; in particolare, deve essere inclusa la descrizione del suo metodo di calcolo, con specifico riferimento ai parametri e alla data di pagamento della stessa, fatti salvi altri requisiti più specifici previsti dalla legislazione o dalla regolamentazione pertinente.

Quando una parte dei costi totale deve essere versata o è espressa in una valuta diversa da quella dello Stato membro in cui gli investitori sono residenti, la comunicazione di *marketing* deve indicare chiaramente la valuta in questione e avvertire che i costi possono crescere o diminuire a seguito di oscillazioni future del tasso di cambio.

4.4.4 (segue): gli aspetti relativi alla sostenibilità

Il tema della sostenibilità è al centro dell'attenzione da parte del mondo finanziario; senza entrare in questa sede nel merito di molteplici profili coinvolti da tale materia⁽⁴³⁾ si rileva come l'argomento riguardi ovviamente anche il tema delle comunicazioni di *marketing*. L'esigenza di prevenire i fenomeni di *greenwashing*, infatti, non passa soltanto da una corretta rappresentazione informativa sul sito web e nella documentazione legale degli intermediari e dei loro prodotti, bensì passa anche attraverso l'attività promozionale. A livello primario, oltre al dettato dell'art. 4 del Regolamento CBDF, si deve altresì tenere conto del disposto dell'art. 13, par. 1 dell'SFDR, a mente del quale le comunicazioni di *marketing* non devono contraddire le informazioni in tema di sostenibilità su cui è stata effettuata *disclosure* ai sensi di tale ultimo regolamento. Alla data in cui si scrive il legislatore comunitario non ha ancora utilizzato la delega all'emanazione di norme tecniche di attuazione per determinare la presentazione standard delle informazioni sulla promozione delle caratteristiche ambientali o sociali e degli investimenti sostenibili, come pure sarebbe previsto dall'art. 13, par. 2 dell'SFDR. Ad oggi, dunque, un livello di maggiore dettaglio in proposito è fornito esclusivamente dagli Orientamenti, che ai punti 59 e seguenti ribadiscono

⁴³ Si vedano su questa rivista D. ABATE e F. BONARDI, *L'introduzione del sustainability assessment nella valutazione di adeguatezza: la consultazione dell'ESMA*, in *Diritto Bancario*, Approfondimenti, febbraio 2022, D. ABATE e F. BONARDI, *L'informativa ESG nel caso di fondi comuni di investimento ex art. 8 del Reg. 2088/2019*, in *Diritto Bancario*, Approfondimenti, ottobre 2021, A. MANFROI e A. TRAVANINI, *Fattori ESG e investimenti socialmente responsabili alla luce del recente intervento dell'ESMA*, in *Diritto Bancario*, Attualità, novembre 2019.

l'obbligo di coerenza con le informazioni contenute nei documenti legali e normativi del fondo, precisando la necessità di includere nella comunicazione di *marketing* un collegamento ipertestuale alla sezione del sito web dell'intermediario in cui sono rese disponibili le informazioni sugli aspetti relativi alla sostenibilità⁽⁴⁴⁾. Si richiede anche, se vogliamo in modo ripetitivo, una coincidenza tra la misura in cui la strategia di investimento del prodotto integra gli obiettivi o le caratteristiche connesse alla sostenibilità, e le informazioni fornite al riguardo nella comunicazione di *marketing*. Da ultimo, è necessario specificare che la decisione di investire nel fondo deve tenere conto di tutti gli obiettivi e caratteristiche descritte nella documentazione legale, e non solo degli aspetti relativi alla sostenibilità.

5. Conclusioni

A valle delle considerazioni suesposte, i gestori dovrebbero valutare di effettuare uno specifico *assessment* sulla loro situazione concreta e su come affrontano la tematica delle comunicazioni di *marketing*. Pur non essendo richiesto dalla normativa, può essere utile positivizzare i comportamenti che si intendono adottare in una *policy* interna, indicando la posizione dell'intermediario in relazione alle singole criticità che sono emerse nella trattazione del tema. Tale attività, dovrà essere svolta tenuto conto dell'andamento del mercato e delle posizioni assunte dalle Autorità di vigilanza e degli sviluppi normativi che caratterizzeranno gli Orientamenti.

⁴⁴ Ciò naturalmente ove sia pertinente considerata la natura della comunicazione stessa.



DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

➤ **dirittobancario.it**
