



# CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE  
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

## DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

**PRINCIPI GUIDA SULLE INFORMAZIONI-CHIAVE DA FORNIRE  
AI CLIENTI AL DETTAGLIO NELLA DISTRIBUZIONE DI PRODOTTI FINANZIARI**

**9 MAGGIO 2016**

Le osservazioni al presente documento di consultazione dovranno pervenire entro l'8 giugno 2016 *on-line* per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato per l'Esterno](#) oppure al seguente indirizzo:

**C O N S O B**

**Divisione Intermediari**

**Via G. B. Martini, n. 3**

**00198 - ROMA**

**I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della *e-mail*, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.**

### **1. PREMESSA**

La disciplina in materia di servizi di investimento è fondata sul presupposto che le transazioni finanziarie avvengano in un contesto contraddistinto da rilevanti asimmetrie informative fra le parti. Tale circostanza contribuisce a diminuire le capacità dell'investitore di assumere consapevoli decisioni di investimento, elevando la possibilità che l'intermediario tragga profitto dalla propria "superiorità" contrattuale.

Nell'ambito dei rimedi approntati dall'ordinamento per ridurre il *gap* informativo esistente tra le parti, un ruolo centrale è rivestito dai presidi di trasparenza informativa sulle caratteristiche principali e sui rischi connessi agli investimenti che l'intermediario è tenuto a predisporre.

Nel quadro normativo vigente, la Consob ha fornito nel tempo orientamenti ed indirizzi interpretativi di carattere generale sul tema dell'informativa alla clientela.

Con la Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 riguardante la distribuzione di prodotti illiquidi ai clienti al dettaglio sono state raccomandate specifiche misure di trasparenza volte a consentire ai risparmiatori l'acquisizione di un quadro informativo sintetico e completo dei dati più rilevanti per il compimento delle proprie scelte di investimento, anche attraverso la redazione di un'apposita scheda prodotto.

Con la Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014 in tema di distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail*, è stata resa nota l'intenzione della Consob di conformarsi alle indicazioni contenute nelle *Opinion* dell'ESMA aventi ad oggetto "*MiFID practices for firms selling complex products*" e "*Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements*" pubblicate rispettivamente il 7 febbraio e il 27 marzo 2014, richiamando, altresì, l'attenzione degli operatori sulla necessità di tenerne debitamente conto nelle proprie *policy* aziendali. Inoltre, sul piano specifico della trasparenza, è stata sottolineata l'importanza per gli intermediari, specie nella fase di mercato primario e per le operazioni negoziate in conto proprio, di assicurare adeguati presidi informativi in grado di consentire agli investitori il pieno apprezzamento dei diversi rischi delle operazioni poste in essere.

Con riferimento all'evoluzione della disciplina di prossima attuazione, nella prospettiva di un ulteriore innalzamento delle misure di trasparenza si muovono le innovazioni contenute nella Direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID 2), che definiscono in maniera più puntuale il dovere degli intermediari di rendere edotta la propria clientela sulle caratteristiche essenziali dell'attività in concreto prestata, anche in termini di rischi e costi delle operazioni proposte o chieste.

Anche il Regolamento (UE) n. 1286/2014 (c.d. Regolamento Prips) mira a colmare il *deficit* informativo degli investitori *retail* attraverso la semplificazione e la standardizzazione dei documenti contenenti le informazioni chiave (c.d. KID) per i prodotti di investimento e assicurativi pre-assemblati.

La necessità di un'attenzione rafforzata ai profili di trasparenza risulta confermata dalle modifiche introdotte nell'ordinamento domestico per effetto del recepimento della Direttiva n. 2014/59/UE (c.d. *Banking Resolution and Recovery Directive*, "BRRD").

La disciplina prevista dalla BRRD risulta, infatti, finalizzata a garantire una gestione ordinata delle crisi delle banche evitando che il costo dei salvataggi possa ripercuotersi indistintamente sui contribuenti: gli oneri del dissesto vengono a gravare anche sugli azionisti e sui portatori degli altri strumenti finanziari, tra cui le obbligazioni, emessi dall'azienda di credito in crisi.

Pertanto, con la Comunicazione n. 0090430 del 24 novembre 2015, la Consob ha sottolineato, tra l'altro, la necessità che gli intermediari rendano ai propri clienti informazioni appropriate circa le novità derivanti dal recepimento della BRRD.

L'esigenza di una attenta *disclosure* ai risparmiatori in relazione agli effetti conseguenti alle misure di risoluzione appare ulteriormente motivata considerando il recente orientamento dell'ESMA che, nelle proprie "*Guidelines on complex debt instruments and structured deposits*" emanate il 26 novembre 2015 nell'ambito delle misure di implementazione della

MiFID 2, ha ricondotto gli strumenti di debito assoggettabili a *bail-in* (ossia le obbligazioni bancarie) nella categoria dei prodotti complessi ai fini della disciplina dell'*execution only*<sup>1</sup>.

L'accresciuta attenzione ai profili di trasparenza risulta confermata anche dalle "Guidelines on cross-selling practices" del 22 dicembre 2015, adottate dall'ESMA con la cooperazione dell'EBA e dell'EIOPA nell'ambito delle misure di attuazione della MiFID 2, in cui viene, tra l'altro, sottolineata l'importanza per gli intermediari, in caso di pratiche di vendita abbinata in cui un servizio di investimento è offerto unitamente ad un altro servizio o prodotto come parte di un "pacchetto", di fornire un'informativa accurata tale da consentire ai risparmiatori la corretta ponderazione delle proprie decisioni di investimento<sup>2</sup>.

## 2. LE INDICAZIONI IN TEMA DI *DISCLOSURE* DA FORNIRE ALLA CLIENTELA

La normativa nazionale primaria e secondaria (art. 21 Tuf e artt. 27-36 del Regolamento Intermediari n. 16190/2007) disciplina i doveri informativi dei soggetti abilitati nel rapporto con gli investitori, imponendo specifica *disclosure* in relazione all'intermediario, ai servizi di investimento prestati, nonché al tipo specifico di strumenti finanziari trattati, ai costi e ai rischi.

*Obiettivi della Raccomandazione:* Ferma restando l'applicazione delle disposizioni sopra menzionate, con la presente Raccomandazione sottoposta a consultazione vengono indicati taluni principi ed informazioni-chiave della *disclosure* che si ritiene possano contribuire alla più chiara ed efficace rappresentazione alla clientela, prima del compimento di ogni transazione, delle caratteristiche principali del prodotto finanziario specifico oggetto di investimento, eventualmente con l'ausilio di un apposito documento informativo (c.d. "scheda prodotto").

*Ambito "oggettivo":* Al fine di evitare ingiustificati disallineamenti e, allo stesso tempo, favorire una maggiore comparabilità tra prodotti, le indicazioni enucleate riguardano in via generale gli strumenti e i prodotti finanziari a cui è applicabile la disciplina sui servizi di investimento.

*Ambito "soggettivo":* Le indicazioni di *disclosure* sono rivolte ai soggetti che prestano nei confronti della clientela *retail* servizi e attività di investimento<sup>3</sup>, ovvero distribuiscono i prodotti finanziari attratti, ex art. 25-bis del Tuf, all'applicazione delle regole di cui agli artt. 21 e 23 dello stesso Tuf.

Nell'ipotesi in cui il ruolo di *securities issuer* e quello di distributore coincidano, l'intermediario dispone delle informazioni necessarie ai fini della *disclosure* di seguito indicata. Di converso, quando emittente e distributore siano soggetti diversi, ferma restando la distinta responsabilità del primo per le informazioni dallo stesso pubblicate, compete al distributore, in sede di prestazione dei servizi di investimento o di vendita dei prodotti ex art. 25-bis del Tuf, acquisire le informazioni utili per la *disclosure* ai risparmiatori, anche mediante accordi con l'emittente. Qualora non si disponga di informazioni sufficienti a

<sup>1</sup> Al riguardo, si rappresenta che in data 12 aprile 2016 è stato pubblicato sul sito *internet* della Consob un avviso con il quale è stata resa nota al mercato l'intenzione di conformarsi alle menzionate Linee guida e di darvi attuazione nell'ordinamento nazionale nel quadro delle disposizioni della MiFID II e delle relative misure di implementazione.

<sup>2</sup> Al riguardo si fa presente che, in sede ESMA, la Consob ha espresso il proprio supporto all'adozione delle menzionate *Guidelines*, che troveranno applicazione a far data dall'attuazione della MiFID 2.

Le competenti Autorità nazionali sono tenute a trasmettere all'ESMA, entro due mesi dalla data di pubblicazione delle traduzioni ufficiali nelle lingue dell'Unione, l'intenzione di conformarsi alle Linee guida, dandovi attuazione nell'ordinamento nazionale nel quadro delle disposizioni della MiFID 2 e delle relative misure di implementazione.

<sup>3</sup> Ad eccezione del servizio di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione di cui all'art. 1, comma 5, lettera g) del Tuf.

valutare le principali caratteristiche ed i rischi dello strumento, gli intermediari dovranno evitare di prestare consigli su tale strumento ovvero di venderlo<sup>4</sup>.

Resta fermo che, in nessun caso, i presidi di *transparency* potranno costituire condizione sufficiente per la completa tutela degli investitori che può realizzarsi appieno solo attraverso l'osservanza degli ulteriori obblighi "proattivi" di condotta previsti dalla normativa. Ne consegue che, pur in un contesto di efficace adozione delle misure di *disclosure*, rimangono ferme in capo agli intermediari, secondo i canoni della diligenza professionale, le regole di condotta inerenti al tipo di servizio prestato (definizione delle politiche commerciali in coerenza con i bisogni e caratteristiche degli investitori, valutazione dell'adeguatezza o dell'appropriatezza delle operazioni, *best execution*, gestione dei conflitti di interesse, etc.), nonché gli obblighi informativi discendenti dall'applicazione delle menzionate regole di condotta (avvertenza in merito all'eventuale non appropriatezza dell'investimento, informativa sulla natura generale e/o sulle fonti dei conflitti di interesse quando le misure adottate dall'intermediario non risultino sufficienti ad assicurare, con ragionevole certezza, che il rischio di nuocere agli interessi dei clienti sia evitato, etc.).

## 2.1. Criteri e modalità della *disclosure*

<i>Correttezza</i>	L'informativa resa agli investitori deve essere corretta, chiara e non fuorviante.
<i>Comprensibilità</i>	Le informazioni sono fornite in un linguaggio semplice e agevolmente comprensibile da un investitore "medio", evitando il ricorso ad espressioni dubbie o ambigue.
<i>Sintesi</i>	Al fine di garantire la migliore efficacia della <i>disclosure</i> , gli intermediari selezionano accuratamente solo le informazioni rilevanti e funzionali all'obiettivo di promuovere la maggiore consapevolezza degli investitori sulle operazioni di investimento proposte o chieste.
<i>Obiettività</i>	Le informazioni sono presentate in maniera obiettiva, evitando di sovrastimare i possibili risultati dell'investimento e di sottostimarne i potenziali rischi.
<i>Coerenza</i>	Gli intermediari pongono particolare cura nel garantire che i dati e le notizie oggetto di informativa siano definiti sulla base di metodologie diffuse sul mercato ed in coerenza con i criteri e i modelli impiegati per le valutazioni delle attività finanziarie a fini interni. In proposito, si raccomanda di avere riguardo alle metodologie utilizzate per la valutazione dei prodotti finanziari nel portafoglio di proprietà in sede di redazione del bilancio o per finalità di gestione del rischio, nonché per le analisi eventualmente compiute in fase di costruzione della gamma dei prodotti da emettere od offrire alla clientela.
<i>Aggiornamento</i>	I dati e le informazioni fornite agli investitori devono essere aggiornati.
<i>Coinvolgimento delle Funzioni di Controllo</i>	Nel predisporre le informazioni destinate alla clientela, i dati e le notizie che ne costituiscono il contenuto sono elaborati dalle competenti funzioni aziendali sotto la supervisione delle funzioni di controllo, in particolare quella di <i>compliance</i> .

---

<sup>4</sup> Il paragrafo 14 dell'*Opinion "MiFID practices for firms selling complex products"* prevede che "If, following firms' due diligence, it appears that a particular complex product will never meet the best interests of their clients, or there is a lack of sufficient information available to ascertain the main features and risks of a product, NCAs should monitor that firms do not offer advice on that envisaged product, or sell it at all".

*Proporzionalità* Il livello di *disclosure* va adattato in funzione della natura del servizio, in concreto, reso all'investitore, nonché delle specifiche modalità di svolgimento dello stesso. In tal senso, gli intermediari forniscono approfondita informativa su quei profili dell'operazione che, non formando oggetto dei servizi di consulenza o di gestione di portafogli, sono rimessi ad autonoma analisi e giudizio del cliente stesso<sup>5</sup>.

## 2.2. Le informazioni-chiave della *disclosure*

*Dati "anagrafici"* L'informativa da rendere agli investitori prima del compimento, per loro conto, di ogni operazione riguarda i dati c.d. "anagrafici" che permettono di identificare il prodotto finanziario specifico oggetto della transazione e le sue principali caratteristiche.

A titolo esemplificativo, vanno esplicitati la denominazione del prodotto ed il relativo codice ISIN, la tipologia, il soggetto emittente, l'eventuale garante e le modalità di funzionamento della garanzia (ivi inclusa la circostanza per cui l'operatività della garanzia sia condizionata alle *performance*), la durata e/o la scadenza, le modalità e le condizioni di negoziazione sul secondario, ivi incluse le metodologie impiegate per la determinazione del prezzo, nonché il trattamento fiscale secondo quanto indicato dall'art. 28, comma 7, del Regolamento n. 16190/2007.

Va inoltre precisato se il prodotto è offerto sulla base di un prospetto informativo, con specificazione delle modalità per ottenerlo.

Ove sia pubblicato un supplemento al prospetto, si fornisce indicazione della possibilità di revocare l'adesione all'offerta, nonché delle modalità a mezzo delle quali il cliente viene informato in merito all'eventuale esercizio di tale facoltà. In tal caso, si specifica se l'emittente/offerente intende avvalersi della facoltà di prorogare la durata del periodo di revoca previsto dalla disciplina.

*Rischi dello strumento*

L'informativa resa alla clientela attiene ai rischi finanziari connessi all'investimento.

Al fine di assicurare la comparabilità tra i prodotti, si può adottare una scala di classificazione della rischiosità dei medesimi.

Ove possibile, viene fornita separata evidenza dei singoli fattori di rischio.

Con riferimento al rischio di credito, vanno seguite anche le indicazioni contenute nella Comunicazione Consob n. 0090430 del 24 novembre 2015 in materia di *bail-in*. Il cliente è, altresì, informato dell'operatività o meno di un sistema di indennizzo a tutela degli investitori in caso di *default* dell'emittente.

Quanto al rischio di liquidità, vanno considerate le indicazioni fornite nella Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009. In particolare, il cliente riceve adeguata informativa

---

<sup>5</sup> Con specifico riferimento al servizio di gestione di portafogli, tenuto conto che le scelte di investimento sono effettuate, per conto del cliente, da un intermediario dotato di competenze specifiche, il quale è altresì chiamato ad assicurare una valutazione nel continuo della conformità degli investimenti al "mandato" ricevuto, le indicazioni di *disclosure* potranno essere opportunamente declinate in ragione delle peculiarità caratterizzanti la prestazione del menzionato servizio.

circa potenziali conseguenze, ostacoli o limitazioni allo smobilizzo dell'investimento nel prodotto finanziario, nonché specifica indicazione del valore del disinvestimento nell'istante immediatamente successivo alla transazione, ipotizzando una situazione di invarianza delle condizioni di mercato.

Secondo quanto indicato dall'art. 31, comma 2, del Regolamento n. 16190/2007, il cliente viene reso edotto in merito gli effetti derivanti dall'eventuale impiego della leva finanziaria e/o dalla presenza di un derivato incorporato nel prodotto, nonché dell'eventuale circostanza che l'investitore potrebbe assumersi impegni finanziari e altre obbligazioni aggiuntive, comprese eventuali passività potenziali, ulteriori rispetto al costo di acquisizione del prodotto. Vanno quindi indicati i requisiti di marginatura od obbligazioni analoghe applicabili al prodotto.

## *Prezzo e costi*

L'informativa resa ai clienti sul prezzo del prodotto, nonché sulla struttura dei costi e sugli oneri connessi all'investimento rispetta le indicazioni di cui all'art. 32 del Regolamento n. 16190/2007.

Gli investitori vengono informati circa la scomposizione del prezzo del prodotto nelle due fondamentali componenti del *fair value* (sia con riguardo alla parte *cash* sia a quella eventuale di natura derivativa) e dei costi impliciti con indicazione dell'incidenza di ciascuna sul complessivo esborso del risparmiatore. Ai fini della determinazione delle menzionate componenti risulta opportuno l'impiego di metodologie riconosciute sul mercato, basate su presupposti prudenziali e criteri coerenti con quelli impiegati per valutazioni a "carattere interno" (valorizzazione portafoglio di proprietà, redazione del bilancio, strategie di *risk management*, etc.).

Va inoltre fornita separata evidenza anche di quegli oneri c.d. "espliciti" (ad esempio commissioni di sottoscrizione/collocamento, "costi di uscita", costi connessi a transazioni in valuta estera, oneri fiscali, etc.), il cui pagamento è dovuto dal cliente in aggiunta al prezzo del prodotto.

Nel caso in cui siano previsti possibili costi a "maturazione successiva", sono indicate le condizioni che possono determinarne l'applicazione, nonché la misura o la formula per la relativa quantificazione.

## *Rendimenti*

La *disclosure* agli investitori comprende informazioni sui possibili rendimenti del prodotto, con l'esposizione della relativa struttura di *pay-off* e con evidenza della misura entro la quale sussiste il rischio di perdita totale o parziale del capitale investito.

Nell'ipotesi in cui l'intermediario decida di esporre dati sui risultati passati di un prodotto finanziario, sui dati storici e/o sulle stime future, si applicano le prescrizioni di cui all'art. 28, commi 4, 5 e 6 del Regolamento n. 16190/2007. In particolare, ove siano fornite informazioni sulle *performance* conseguite nel passato dal prodotto, l'intermediario chiarisce che le stesse non costituiscono un indicatore del conseguimento di analoghe *performance* nel futuro.

Qualora vengano fornite informazioni in cui sono raffrontati prodotti finanziari, si applica l'art. 28, comma 3, del Regolamento n. 16190/2007.

## *Pratiche di*

*vendita abbinata* Nel caso in cui un servizio di investimento sia prestato unitamente ad un altro servizio o prodotto come parte di un “pacchetto”, si applica quanto previsto dall’art. 31, comma 4, del Regolamento 16190/2007.

L’intermediario informa i clienti in merito alle caratteristiche dei diversi elementi che compongono il “pacchetto”, unitamente ad una illustrazione del modo in cui la composizione del “pacchetto” possa modificare i rischi, nonché del prezzo e dei costi connessi a ciascuna componente<sup>6</sup>.

\*\*\*\*

*Scheda prodotto* Gli elementi informativi indicati nella presente Raccomandazione sottoposta a consultazione possono essere sintetizzati all’interno di un documento standardizzato (c.d. “scheda prodotto”) da consegnare alla clientela prima della conclusione dell’operazione, con acquisizione dell’attestazione dell’avvenuta consegna.

---

<sup>6</sup> La rappresentazione dei rischi, del prezzo e dei costi viene resa secondo le indicazioni contenute nella presente Raccomandazione.