

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE/GIUGNO

2017

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE SCIENTIFICA

FILIPPO SARTORI, STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO,
FILIPPO ANNUNZIATA, SIDO BONFATTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE,
ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, PAOLOEFISIO CORRIAS, FULVIO
CORTESE, MATTEO DE POLI, RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO
DOLMETTA, ALBERTO GALLARATI, UGO PATRONI GRIFFI, BRUNO
INZITARI, MARCO LAMANDINI, RAFFAELE LENER, PAOLA
LUCANTONI, ALBERTO LUPOI, DANIELE MAFFEIS, LUCA
MANDRIOLI, RAINER MASERA , ALESSANDRO MELCHIONDA,
ROBERTO NATOLI, ELISABETTA PIRAS, MADDALENA RABITTI,
GIUSEPPE SANTONI, MADDALENA SEMERARO, ANTONELLA
SCIARRONE ALIBRANDI, FRANCESCO TESAURO

DIREZIONE ESECUTIVA

ALBERTO GALLARATI, PAOLA LUCANTONI, LUCA MANDRIOLI,
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, MADDALENA
SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

FRANCESCO ALBERTINI, FRANCESCO AUTELITANO, STEFANO DAPRÀ,
EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVACNA, MASSIMO MAZZOLA,
MANILA ORLANDO, CARLO MIGNONE, EDOARDO RULLI, STEFANIA
STANCA

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Il tramonto dell'informazione letterale, l'alba dell'informazione numerica?

In queste note vorrei riflettere sul seguente aspetto, per quanto riguarda le informazioni precontrattuali che l'intermediario deve fornire al cliente nel caso di offerta al pubblico di strumenti finanziari: siamo ormai giunti al tramonto dell'informazione letterale e all'alba dell'informazione numerica? Cioè, la definitiva emersione del numero quale segno in grado di sintetizzare molte informazioni in un indice (informazioni usualmente espresse letteralmente)?

La Commissione Europea, nella proposta del Regolamento UE 1268/2014 ("Regolamento") decretava la crisi delle regole sulle informazioni precontrattuali (nonostante gli sforzi degli anni precedenti): "Gli investitori al dettaglio (...) spesso si trovano di fronte ad informazioni fuorvianti ed eccessivamente complesse circa le possibilità di investimento, dove i rischi e i costi dei prodotti sono difficili da valutare o raffrontare (...) Gli investitori al dettaglio hanno perso denaro con investimenti che presentavano rischi non trasparenti o non compresi dagli investitori". Per le quote o le azioni degli OICVM una piccola rivoluzione è già avvenuta con l'introduzione del c.d. "KIID" (il documento informativo che contiene solo informazione chiave relative ad un certo prodotto). Il Regolamento mira ad estendere, con miglioramenti, le regole di trasparenza anche ai c.d. prodotti di investimento pre-assemblati (siano essi indicati come PRIPs, o PRIIPs), attraverso la disciplina dei nuovi modelli delle informazioni chiave c.d. "KID".¹

Le "informazioni chiave" rappresentano la tendenza normativa degli ultimi anni. Il compito del legislatore è quello di individuare solo le informazioni rilevanti ("chiave") in grado di *in-formare* il consenso, esse devono essere isolate dalle "non chiave": "Al massimo tre facciate di formato A4", è questo il limite dimensionale nel quale il Rego-

¹ La Commissione Europea nota come, indipendentemente dall'ampio spettro di prodotti offerti, gli obiettivi di investimento possono essere classificati in poche categorie e così il rischio finanziario assunto: "Ciò [le molte e diverse strutture dei prodotti] può dare l'impressione che i prodotti siano molto diversi, anche quando gli obiettivi economici sottostanti sono simili (un fondo, un deposito e un contratto assicurativo *unit-linked*, ad esempio, possono apparire molto diversi, ma possono invece essere usati per produrre la stessa proposta d'investimento)."

lamento confina le *informazioni chiave* relative ai PRIIPs (“la dimensione del KID”). Il confine così delimitato, di principio, non deve avere aperture verso l’esterno, usualmente costituite dai “rinvii” ad altri documenti. Perché la tecnica dei rinvii estende il confine sino a renderlo, in pratica, sconfinato (del resto i KIID attuali non superano le due facciate, anche se sono scritti su due colonne per pagina). Il Regolamento sembra voler isolare il KID dal resto della documentazione precontrattuale, in quanto, art. 6 comma 2: esso è “a sé stante, chiaramente separato dalla documentazione commerciale”; “stand-alone” nella versione inglese. Ne emerge un’immagine quasi poetica: un’isola nel mare delle informazioni nel quale annega lo scambio finanziario. Ma le crepe sul confine si aprono subito. “Esso [il KID] può contenere rinvii ad altri documenti, compreso il prospetto ove applicabile e solo quando il rinvio riguarda informazioni che il presente regolamento prescrive di includere nel documento contenente le informazioni chiave.” Non una eccezione minore al principio, appena sancito, del documento a “sé stante”.

I PRIIPs (le informazioni che li riguardano) sembrano però soffrire lo spazio ristretto della dimensione del KID, così il paragrafo 3 dell’art. 6 del Regolamento prevede: “In deroga al paragrafo 2, ove un PRIIP offra all’investitore al dettaglio una serie di opzioni per gli investimenti, (...) riguardo a ogni opzione di investimento sottostante, che non possono essere fornite in un unico documento conciso e a sé stante, il documento contenente informazioni chiave fornisce almeno una descrizione generica delle opzioni di investimento sottostanti e indica dove e come si può trovare una documentazione informativa precontrattuale più dettagliata relativa ai prodotti di investimento a cui si riferiscono le opzioni di investimento sottostanti”. Le informazioni del KID (seppure del tipo “chiave”, dunque essenziali, già scremate da tutte le altre informazioni non essenziali) sembrano essere incontenibili, così debordando dalla dimensione del KID e scivolando via via verso altri documenti informativi. Il puzzle informativo è un gioco sfiancante, che il Regolamento non sembra poter del tutto impedire, nonostante il tentativo di forgiare il “KID a sé stante”. In altri termini, anche le informazioni chiave (la regola della *qualità* sulla *quantità* delle informazioni) non sembrano poter essere del tutto contenute in termini di *quantità* e, soprattutto, di autonomia rispetto ad altri documenti informativi. Si potranno avere KID che rinviano ad altri KID e KID che

rinviano a prospetti informativi (e questo secondo passaggio riduce la portata innovativa del KID “stand alone”). In fin dei conti, in alcune circostanze potrebbe tornare lo spettro del prospetto informativo, così riportando la dimensione del KID a calcare i vecchi confini informativi della trasparenza.

Non vi sono dubbi che il bagaglio informativo (e la relativa disciplina) che accompagna l’acquisto di un prodotto finanziario sia il più ricco in assoluto rispetto a qualsiasi altra operazione che un soggetto privato si trovi a compiere: la disciplina ed il contenuto delle informazioni precontrattuali, inclusa la profilatura del cliente, il contratto per la prestazione del servizio di investimento, nel quale le prime venti pagine sono di norma riempite con altre informazioni generiche sui rischi di mercato e sulle natura dei servizi, i vari moduli o integrazioni che vengono poi sottoscritti dal cliente per ciascuna operazione e, in questo caso, il bagaglio informativo della singola operazione, prospetto informativo incluso (anche se “a richiesta del cliente”). La compravendita di un immobile, nonostante il valore economico e sociale della transazione, è lontanissimo dall’eguagliare le informazioni richieste per acquistare quote di un fondo di investimento. Nonostante che il valore economico della prima transazione possa essere di molte volte superiore al valore economico della seconda. Occorre poi considerare come il tema delle informazioni dei prodotti finanziari non sia assolutamente circoscritto al cliente al dettaglio. Soprattutto negli Stati Uniti questo tema ha coinvolto numerosi investitori qualificati (ad es. banche, fondi pensione, etc.) quali controparti di banche di investimento venditrici di prodotti finanziari. Limitando ai molti casi di *settlement* raggiunti fra banche di investimento e lo *U.S. Department of Justice*, l’11 aprile 2016 Goldman Sachs ha concluso un *settlement* pagando 5 miliardi di dollari. Questo ed altri importi del genere, pur potendo impressionare in termini assoluti, sono poco indicativi, in quanto vanno rapportati al mercato nel quale operano le parti. Ad es. nel caso di specie il *settlement* riguardava 530 operazioni di cartolarizzazione per un controvalore di 530 miliardi di dollari di “MBS”. Come si evince dallo *Statement of facts*, contenuto nel *Settlement Agreement*, Goldman Sachs ha dichiarato che, in diverse occasioni, non ha *disclosed* a coloro che hanno acquistato gli MBS diverse informazioni relative alle procedure di controllo e di selezione dei *loans* sottostanti: “Goldman told investors in offering documents that “[l]oans in the securi-

tized pools were originated generally in accordance with the loan originator's underwriting guidelines," other than possible situations where "when the originator identified 'compensating factors' at the time of origination." "But Goldman has today acknowledged that, Goldman received information indicating that, for certain loan pools, significant percentages of the loans reviewed did not conform to the representations made to investors about the pools of loans to be securitized."

Dunque, cosa rende lo "scambio finanziario" così bisognoso di informazioni, anche a prescindere, come appena visto, dal grado di esperienza delle parti in operazioni finanziarie? Le ragioni possono essere diverse, ma riterrei di individuarne una su tutte che, mi sia consentito, esporrò in modo sintetico.² In genere, i prodotti finanziari non esistono *realmente*, cioè nella realtà materiale come un terreno, un immobile, un'automobile, etc. Molte delle informazioni essenziali per comprendere la natura di un bene *reale* sono assunte direttamente tramite l'esperienza o tramite convenzioni culturali. Volendo impiegare un concetto elementare della linguistica, delle *cose reali* esiste un'idea che si accoppia al *significante*: "ci sono due grammatiche, della quali l'una è parte dell'idea e l'altra del segno (...) Non c'è entità linguistica che possa esser data, che sia data immediatamente dalla sensazione, non esistendone alcuna fuori dall'idea che le si ricollega".³ In questa prospettiva, *significante* [l'entità presente, ad es. il segno scritto "terreno"] e *significato* [l'entità assente, l'idea di terreno], quanto meno nel *mondo interiore* dell'interprete del segno, coincidono rispetto al "terreno" quale oggetto [*referente*] esterno. Così, mentre è naturale avere una (propria) "idea" di "terreno" (dunque, il *significante* corrisponde con il *significato*, seppur astrattamente), come farsi un'idea di "prodotto finanziario" e dunque accoppiare al *significante* il *significato*?

"Farsi un'idea" di un prodotto finanziario è possibile *solo* tramite la lettura di un documento nel quale il prodotto finanziario è scritto (in un linguaggio, inevitabilmente, *tecnico*). I *significanti tecnici* hanno una caratteristica: l'univocità convenzionale del *significato*, così limi-

² Per un approfondimento e per diversi riferimenti anche bibliografici, sia permesso rinviare al mio, *I prodotti finanziari nella realtà del diritto: la rilevanza del rischio finanziario quale oggetto dell'operazione di investimento*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 1/2017, p. 69, www.fondazionecapriglione.luiss.it

³ DE SAUSSURE, *Scritti inediti di linguistica generale*, Roma, 2005, p. 11 ss.

tando la tendenziale infinita successione di parole che spiegano le precedenti parole, cioè di una serie di *significanti* ognuno che cerca di spiegare il precedente, ciò che in semiotica si chiama la *semiosi illimitata*.⁴ Ma, ovviamente, uno svantaggio: occorre accedere a quel codice, cioè essere formati al *codice tecnico*. L'insieme di informazioni scritte *sono* il prodotto finanziario. Mancando alcune informazioni il prodotto rimane parzialmente invisibile e, dunque, il *significato* incomprendibile o erroneamente compreso. Si tratta, infatti, di *un significante* molto complesso, data la quantità di informazioni (“segni scritti”) che devono essere posti in relazione fra di essi. Inoltre, informazioni *essenziali* alla comprensione del prodotto finanziario, sono spesso esposte in modo *schematico* in una dinamica non discorsiva, dunque inusuale e meno accessibile al lettore inesperto. In altri termini, è un testo di difficile comprensione quanto meno per due caratteristiche: il *codice tecnico* e l'*esposizione schematica*. Basta pensare agli allegati dei modelli ISDA dei contratti derivati, cioè, al documento schematico nel quale è scritta l'essenza del prodotto; oppure, alle Condizioni Definitive di offerta di prodotti finanziaria, poche pagine nelle quali è schematicamente scritto il prodotto. Si tratta della *logica dell'essere* (le informazioni che costituiscono l'essenza del, cioè *sono*, il prodotto, per es. quelle scritte nei documenti appena riportati) e della *logica della descrizione* (le informazioni che non *essendo* il prodotto, lo descrivono, come quelle presenti in un messaggio pubblicitario o in molte parti di un prospetto informativo o in un documento contrattuale, che cioè si *richiamano* sommariamente al prodotto). Le informazioni legate alla logica dell'essere del prodotto devono essere rese impiegando un codice il più tecnico possibile, dato che il prodotto è solo ciò che è scritto. Si tratta di un codice che non può e non deve essere *semplificato*, in quanto il risultato non sarebbe la semplificazione (della comprensione) del prodotto, bensì la sua scarsa definizione, così rendendo il prodotto indefinito. Viceversa, le informazioni legate alla logica della descrizione possono tendere alla *semplificazione*, perché esse non modificano l'*essenza* del prodotto. Il punto, mi sembra, è che

⁴ ECO, *Trattato di semiotica generale*, Milano 2016, p. 121 e ss.: “In altre parole, per spiegare il significato di un significante è necessario nominare il primo significante attraverso un altro significante, che a sua volta ha un altro significante che può essere interpretato da un altro significante e così via. Abbiamo così un percorso di semiosi illimitata”.

l'investitore si affida alle informazioni legate alla logica della descrizione (in quanto le più *semplificate* ed accessibili), dunque si affida alla *descrizione del prodotto* (che può essere più o meno fedele al prodotto in sé), perché non è in grado di comprendere il prodotto in sé. Eppure, l'investitore investe nel prodotto, dovendosi però accontentare di comprendere solo la sua descrizione.

Un secondo aspetto, collegato alla conoscenza del prodotto è, poi, la comprensione del *significato del rischio finanziario* che si assume attraverso l'acquisto di un dato prodotto. E' chiaro come la conoscenza del prodotto non coincide con la conoscenza del rischio, in quanto le informazioni che riguardano il rischio non coincidono con le informazioni che riguardano il prodotto. Le seconde sono necessarie, ma non sufficienti, per la comprensione del rischio, legato ad esempio, ad *altre* informazioni che riguardano i mercati finanziari e gli scenari del loro andamento. Per molto tempo l'investitore è stato destinatario delle sole informazioni che riguardano il prodotto (meglio la sua descrizione), che per altro è ciò che accade tutt'ora quando è collocato un prodotto, sprovvisto di KIID, tramite la pubblicazione di prospetti informativi privi di scenari probabilistici.⁵ In questa documentazione il rischio specifico del prodotto è difficile o impossibile da ricavare, mentre abbondano inutili informazioni sui rischi generici. Eppure, la domanda che l'investitore sempre (si) pone prima di effettuare in investimento, riguarda la rischiosità del prodotto, essendo egli poco interessato alla natura del prodotto in sé (se non in ottica del rischio). Perché l'essenza di una operazione di investimento è *nell'assunzione di un rischio finanziario* e non nell'acquisto di un dato prodotto finanziario che, infatti, rileva solo quale mezzo per assumere un rischio.

⁵ Si tratta poi di aree informative difficili da circoscrivere. Quante informazioni, ad esempio, sono necessarie per prendere una "*decisione informata*"? Fin dove deve estendersi l'area dell'informazione? Per molti anni si è creduto che maggiore fosse l'estensione dell'area informativa e maggiore sarebbe stata la tutela dell'investitore, cioè la comprensione dell'investitore. Così nei prospetti informativi sono affluite le molte informazioni che riguardano ogni aspetto dell'emittente ed i diversi rischi finanziari relativi ai mercati (le c.d. "informazioni generiche", così generiche da essere pacificamente ritenute inutili). Il caso sopra riportato di Goldman Sachs mostra come, però, informazioni rilevanti per il *rischio finanziario* si nascondano ovunque (per es. nelle pieghe delle politiche per strutturare i prodotti). V. per un'ampia riflessione, SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Milano, 2011.

L'oggetto dell'operazione finanziaria in senso lato, che potrei riassumere essere l'*assunzione di un rischio finanziario*, è solo un mosaico di informazioni il cui significato è poco accessibile (ed a volte, come per il rischio specifico, le informazioni sono assenti o di difficile individuazione). Assumere il rischio finanziario quale oggetto dell'operazione di investimento comporta quanto meno due conseguenze: la prima è che l'*informazione essenziale* non riguarda il tipo di prodotto offerto, bensì il *rischio finanziario*. La seconda è che, ad es. nel caso di gestione patrimoniale, le caratteristiche della gestione, dunque la tecnica per assumere un certo rischio finanziario, è elemento essenziale dell'operazione ed un eventuale inadempimento circa tali caratteristiche comporta il risarcimento del danno, in quanto non si è rispettato l'oggetto del contratto cioè, l'assunzione del rischio finanziario contrattualmente determinato: "Il *benchmark*, se anche non impone al gestore di acquistare titoli nelle proporzioni indicate, in ogni caso costituisce un modo per valutare la razionalità e la adeguatezza dell'attività dell'intermediario, giacché a ogni *benchmark* è associato un rischio, misurato statisticamente dalla volatilità che caratterizza il parametro prescelto a riferimento".⁶

⁶ Cass. Civ., 3 Gennaio 2017, n. 24, in www.dirittobancario.it; si trattava di un gestore che aveva investito in modo "incoerente con i rischi contrattualmente assunti e sinteticamente rappresentati nel *benchmark*, con netta preferenza, almeno in un certo periodo, della componente azionaria in misura percentuale ampiamente eccedente quelle prevista, e con caratteristica di volatilità riconducibili alla classe 5 di Assogestioni anziché alla congruente classe 4". V. anche, conforme sulla funzione del *benchmark* ed anche sul fatto che la sola descrizione del prodotto non è affatto sufficiente ad adempiere gli obblighi informativi se non si evince anche con chiarezza il grado di rischio dell'investimento, Cass. Civ., 21 aprile 2016, n. 8089, in www.dirittobancario.it. Sulla rilevanza ed importanza degli indici in un'operazione finanziaria, ma anche creditizia, v. il Regolamento UE 2016, n. 1011. V. anche la Comunicazione Consob, n. 23017 del 24-3-2000: "Si ritiene, inoltre, che anche in questo caso l'indicazione di un benchmark possa assolvere alla funzione di riflettere, in sintesi, i termini del mandato conferito al gestore e che possa quindi costituire un valido metro sulla base del quale valutare l'utilizzo del potere discrezionale riconosciuto all'intermediario. A tal fine, il benchmark dovrà risultare coerente con i rischi connessi alla gestione. Dovrà pertanto essere composto da uno o più indicatori finanziari connessi ai mercati sottostanti la politica di investimento del singolo fondo." Circa l'essenzialità di una indicazione chiara del rischio finanziario, anche in caso di gestione patrimoniale individuale, v. Comunicazione Consob: 17 novembre 2005, n.

L'emersione di questa prospettiva (anche a livello di regolamentazione), per altro connaturata da sempre alle operazioni di investimento, naturalmente guida l'informazione verso l'informazione numerica, l'emersione degli indici, che ben si attagliano alla individuazione del *rischio finanziario*, quale oggetto dell'operazione finanziaria. L'onda delle informazioni ha iniziato a ripiegare con l'introduzione delle *informazioni chiave* e, negli ultimi anni, l'*introduzione di indici sintetici*. Su tutti l'introduzione, come visto, del KIID e del prossimo KID (attualmente legato all'entrata in vigore della MiFID II). Proprio nel KIID ha iniziato ad assumere centralità l'*informazione numerica* espressa in un indice di rischio/rendimento del prodotto nella scala da 1 a 7. Questo indice sintetico di rischio "SRI" offre quanto meno due vantaggi: l'immediatezza nella percezione del rischio finanziario e la possibilità di comparare immediatamente diversi prodotti indicizzati secondo le stesse metodologie (uguali per tutti gli ideatori dei prodotti e stabiliti negli standard tecnici comunitari). Quindi, lo SRI porta alla immediata attenzione dell'investitore il *rischio finanziario*, ponendo in secondo piano il prodotto in sé. Sarà infatti lo SRI ad essere comparato con altri SRI, e non un prodotto con altro prodotto. Certamente la comparazione diretta dei vari SRI è comparazione indiretta di vari

5076376: "In quest'ultima circostanza, posto che il grado di rischio di un portafoglio di strumenti finanziari può essere adeguatamente rappresentato da una misura determinata in funzione della volatilità dei rendimenti del portafoglio stesso (ad esempio, una misura del *Value at Risk* – c.d. VaR - o di sue varianti, da intendersi come massima perdita potenziale del portafoglio stimata in un determinato arco temporale con un livello di probabilità predefinito), il contratto con l'investitore potrà riportare, in luogo di un *benchmark*, un indicatore del livello di rischio del patrimonio gestito, ed in particolare, nella fattispecie rappresentata nel quesito che si riscontra "*il livello di Value at Risk*"." PERRONE, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca, borsa*, 2006, I, p. 372, dove mi sembra rilevante, anche ai fini delle tesi espresse in questo lavoro, lo spunto offerto circa le informazioni che l'intermediario deve offrire in relazione al prezzo del prodotto e, dunque, non solo in relazione alle caratteristiche del prodotto, p. 383 ss: "Piuttosto, l'oggetto proprio dell'obbligo di informazione gravante sull'intermediario pare doversi individuare in funzione della "decodificazione" di quanto segnalato dal prezzo di mercato, secondo un *continuum*, che va dalla minimale indicazione della correlazione fra rischio e rendimento, a una segnalazione del rischio in termini relativi mediante l'impiego dei giudizi delle società di *rating*, sino all'estremo di una comunicazione analitica delle circostanze da cui discende il *pricing* corrente."

prodotti, ma solo quale naturale conseguenza. Non è da sottovalutare la centralità del SRI perché, come sopra accennato, l'oggetto di un'operazione di investimento è proprio l'assunzione di un rischio finanziario (di cui il prodotto è solo il veicolo). Ed è in questo senso che il KIID (ed ancor più il KID) mette a fuoco la prospettiva sul SRI, dunque sul rischio finanziario. La portata del SRI è apprezzabile pensando a quante informazioni (disperse nella documentazione precontrattuale) sono sintetizzate e rese in una scala da 1 a 7 e, quindi, diventano di fatto superflue o, quanto meno, passano in secondo piano (utili solo ai pochi che volessero approfondire alcuni dettagli dell'investimento). In realtà, si tratta di informazioni che sono *sempre state superflue*, altrimenti la consegna del prospetto informativo sarebbe stata obbligatoria. Come obbligatoria è, infatti, la consegna del KID.

I numeri (pur assumendo che siano “corretti”) posso comunque ingannare ed essere *fuorvianti*, seppur in modo diverso dall'informazione letterale (mi riferisco alla necessità di parametrare il rendimento ad un *benchmark*, oppure ai periodi di tempo che debbono essere presi in considerazione per rapportare un certo risultato di gestione, etc.). Però, la consistenza del SRI si mostra innanzi a raccomandazioni, che si riferiscono ad un prodotto quale “non molto rischioso”, “poco rischioso”, “capitale assicurato”, “rendimento ottimo”, etc., concetti assolutamente vaghi che si schiantano contro l'indice SRI. Non tutti i matematici o gli economisti sono concordi con le metodologie per il calcolo dell'indice SRI (basta pensare alla difficoltà nel trovare standard tecnici definitivi relativi ai futuri KID), ma potendo supporre che le metodologie scelte siano sufficientemente adatte allo scopo, ritengo che l'indice SRI svolga il suo compito nell'offrire immediatamente all'investitore l'area di rischio nel quale si colloca il prodotto. Chi lamenta una eccessiva semplificazione e, dunque, il rischio che chiunque si sentirà di poter investire grazie alla semplicità del SRI, vorrei ricordare come la disciplina attuale non ha assolutamente circoscritto gli investitori a persone esperte dei prodotti finanziari. Lo SRI (dunque l'informazione numerica) potrebbe viceversa ridurre la platea degli investitori o, quantomeno, renderli più consapevoli nel senso di indirizzarli verso prodotti più adatti alle proprie esigenze essendo una valutazione del rischio finanziario con cui chiunque, anche in autonomia, sarà in grado di confrontarsi.

Del resto, anche gli attuali KIID, per quanto riguarda la componente letterale dell'informazione, offrono insormontabili limiti alla comprensione del *significato*. E' sufficiente una rapida panoramica di alcuni KIID, nei quali si può leggere: "In relazione al parametro di riferimento, il grado discrezionale circa gli specifici investimenti da realizzare è di tipo rilevante. Questo grado di scostamento dal benchmark indica un rilevante contributo dell'attività gestoria alla rischiosità complessiva dell'investimento rispetto al rischio derivante dal parametro di riferimento associato". Questa informazione non è agevole da essere processata, ma è seguita da un SRI che espone un valore 2 (dunque un rischio/rendimento basso). Oppure: "Durante il Periodo Iniziale di Offerta, fissato in 50 giorni a decorrere dalla data di avvio dell'operatività, la politica di investimento del Fondo, al fine di minimizzare la volatilità del relativo portafoglio, si concretizzerà nell'investimento sistematico dei flussi di cassa in entrata dei titoli di stato a breve scadenza". Anche in questo l'investitore troverà più semplice riscontro informativo nello SRI pari a 3. In fine, in altro KIID si legge: "L'utilizzo degli strumenti finanziari derivati è finalizzato alla copertura dei rischi (per compensare l'esposizione della oscillazione dei prezzi), ad una più efficiente gestione del portafoglio (come strumento alternativo all'investimento diretto in strumenti finanziari) ed all'investimento (con leva effettiva di norma compresa tra 1,10 e 1,20 ed effetto amplificazione sino ad un massimo del 20%, sia per i guadagni che per le perdite)". La prima parte di questa informazione sembra, genericamente, confortante ("la copertura dei rischi"), mentre la seconda parte è incomprensibile (il riferimento è sempre chiaramente all'investitore medio). Fortunatamente, però, un riscontro è nello SRI pari a 7.

La voce relativa ai costi è altro aspetto informativo particolarmente complesso. Nei futuri KID, oltre all'indice SRI, devono essere resi anche gli *scenari di performance* in tre modalità: "unfavourable, moderate and favourable scenario", rispetto ai diversi "holding periods" (il modello per il calcolo dello scenario è previsto negli allegati degli standard tecnici). Il terzo aspetto sono i costi totali dell'operazione ed il loro impatto sulla *performance* dell'operazione, impatto che deve essere rappresentato sia in percentuale che in "monetary units". E' indicativo che le voci di possibili costi relativi all'operazione, di cui tener conto, sono più di 40 e devono essere sintetizzati in un "summary

cost indicator of the PRIIP” che è “the reduction of the yield due to total costs”. Quindi, il cuore delle *informazioni chiave* nel KID sono *tre indici*: SRI, scenario di *performance*, indice dell’impatto dei costi totali sui rendimenti attesi (in generale, tutti e tre possono comporre il *rischio finanziario*). Mi sembra che la disciplina del KID sia un rafforzamento ulteriore e definitivo della informazione numerica rispetto all’informazione letterale.

L’individuazione nel *rischio finanziario dell’oggetto dell’operazione di investimento* (v. ad es. la citata giurisprudenza sul *benchmark*) comporta che la volontà dell’investitore non si forma sul prodotto specifico, bensì sul rischio finanziario. Nel caso di gestione patrimoniale collettiva non vi possono essere dubbi che la quota del fondo o le azioni della Sicav rappresentano solo il rischio finanziario della posizione assunta dal fondo ed è su questo rischio che si impianta l’accordo fra sottoscrittore e gestore del fondo. Nel caso di consulenza finanziaria, la raccomandazione solo formalmente ha per oggetto un dato strumento finanziario. Ma è chiaro che la raccomandazione confronta il prodotto finanziario con il profilo di rischio del cliente e non potendosi confrontare “cose diverse”, la raccomandazione confronta il profilo di rischio del cliente con il rischio finanziario del prodotto raccomandato. Allo stesso modo nel caso della gestione individuale, il portafoglio è costruito sul rischio finanziario complessivo che il cliente intende assumere. Anche al di fuori di servizi quali la gestione o la consulenza, l’investitore (ad es. in una operazione di copertura) assume un rischio finanziario proprio per gestire altro rischio finanziario. Nonostante la centralità del rischio finanziario, esso non è indicato nel contratto, ma nella informativa *precontrattuale*, le schede prodotto, i modelli KIID e KID sono infatti così inquadrati.

Dalle note sentenze delle Sezioni Unite della Cassazione del 2007 (nn. 26724 e 26725),⁷ che per altro fondavano le proprie argomentazioni giuridiche su una disciplina oggi non più in vigore, l’inadempimento dell’intermediario agli obblighi informativi è stato ricondotto nell’area dell’inadempimento di regole di condotta e, come tale, nell’area del risarcimento del danno. E’ giunto il momento di una nuova riflessione (anche alla luce degli sviluppi legislativi), quanto meno per l’omissione (o la illegittima manifestazione al cliente) delle

⁷ In www.dirittobancario.it.

informazioni relative al *rischio finanziario* (la consegna del KID al cliente è infatti obbligatoria); perché se l'oggetto dell'operazione di investimento è *l'assunzione del rischio finanziario*, la sua non corretta identificazione incide su uno degli elementi essenziali del contratto (l'oggetto), così producendo la nullità del contratto.⁸

⁸ Questa conclusione, per alcuni aspetti, è coerente con quanto esposto in materia di contratti *Swaps* da MAFFEIS, *Alea giuridica e calcolo del rischio nella scommessa legalmente autorizzata di swap*, in *Riv. dir. civ.*, 2016 p.1102 secondo il quale: “La programmazione di uno scambio di flussi, in sé, non ha causa meritevole (...) quando è un rischio irrazionale – quando cioè l'investitore non è consapevole di quanto e quale sia il rischio (...)”, così la trasparenza è tale se è “trasparenza sul rischio e trasparenza del rischio”. Vedi anche la diversa posizione, con riferimento specifico agli *interest rate swap*, di M. DE POLI, *Sul controllo giudiziale degli IRS attraverso la causa*, in *Riv. Dir. Ban., dirittobancario.it*, 8/2017.