

# Gli organismi di investimento collettivo comunitari e l'offerta in Italia di Sicav estere armonizzate

## Ucits harmonisation and the circulation of European Sicavs in Italy

La normativa comunitaria in materia di Oicvm definisce i requisiti necessari affinché questi ultimi possano considerarsi armonizzati e circolare liberamente nello Spazio economico europeo. Infatti, solo la conformità alle direttive europee, certificata dall'autorità di vigilanza dello Stato membro d'origine, consente a tali organismi di essere commercializzati negli altri paesi comunitari grazie a una semplice e rapida procedura di notifica. In Italia, l'offerta vede la netta prevalenza delle azioni delle Sicav, la cui commercializzazione è regolata da una specifica disciplina di riferimento.

**Massimo Paolo Gentili,  
Marina Mastrangelo**  
Garlati Gentili & Partners

The European legislation for Ucits defines the common basic rules for harmonization and free circulation in Europe. Only compliance with European directives, certified by the supervisory authority of the home Member State, allows Ucits to be distributed in other EU countries through a simple notification procedure to the supervisory authority of the host Member State.

### 1 Introduzione

L'armonizzazione delle normative degli Stati membri dell'Unione europea rappresenta uno dei passaggi fondamentali per la libera circolazione, all'interno dei paesi appartenenti allo Spazio economico europeo<sup>1</sup>, di quote o azioni emesse da un Oicr (Organismo di investimento collettivo del risparmio) istituito e disciplinato dall'ordinamento di un altro Stato membro.

In questo contesto si inserisce la definizione della disciplina comunitaria in materia di Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm)<sup>2</sup>, che trova la propria origine nella direttiva 85/611/Cee<sup>3</sup> (di seguito, la direttiva) e il suo successivo sviluppo nelle direttive 2001/107/Ce e 2001/108/Ce<sup>4</sup>. Queste direttive hanno individuato le caratteristiche che devono essere possedute dagli Oicvm al fine di poter circolare nell'ambito dello Spazio economico europeo con il marchio di prodotti armonizzati, che denota, appunto, la loro conformità ai requisiti prescritti dal complesso delle direttive sopra elencate.

Il principio, ormai noto, è quello secondo il quale, una volta che l'Oicvm abbia ottenuto dall'autorità di vigilanza dello Stato membro d'origine un'autorizzazione co-

me prodotto conforme alle normative europee, in forza di tale autorizzazione detto organismo potrà essere commercializzato negli altri paesi comunitari a seguito di una procedura di notifica, rapida e semplice, posta in essere avanti l'organo di controllo dello Stato membro ospitante, che potrà negare l'accesso al prodotto soltanto ove esso violi le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative vigenti in tale Stato e non rientranti nei settori disciplinati dalla direttiva<sup>5</sup>.

La disciplina della procedura di notifica dettata dalla normativa comunitaria, nella fattispecie dall'articolo 46 della direttiva, è stata oggetto di successivi interventi da parte di organismi sovranazionali (Commissione europea e Committee of European Securities Regulators) e nazionali (le autorità di vigilanza locali), finalizzati a regolamentare nel dettaglio sia le specifiche modalità procedurali sia la documentazione da allegare alla presentazione della domanda di commercializzazione all'estero.

### 2 La ripartizione dei poteri tra le autorità di vigilanza

Con comunicazione interpretativa del marzo 2007<sup>6</sup> la Commissione europea ha ri-

JEL codes: G18, G23, G28

Il presente articolo rappresenta un'anticipazione di un volume sullo stesso tema, di Massimo Paolo Gentili, Sante Jannoni e Marina Mastrangelo, di prossima pubblicazione.

<sup>1</sup> Il concetto di Spazio economico europeo (in breve, See) comprende un numero di Stati maggiore di quelli appartenenti all'Unione europea, essendo inclusi nel primo anche tre paesi dell'Efta (Associazione europea di libero scambio): il Liechtenstein, l'Islanda e la Norvegia. Per semplificare, il riferimento a Stato membro nel presente articolo, avente ad oggetto la commercializzazione delle azioni e quote di Oicr, sarà da intendersi esteso a tut-

ti gli Stati aderenti allo See, e non solo all'Unione europea.

<sup>2</sup> Gli Oicvm, in quanto Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari, sono una categoria particolare di Oicr.

<sup>3</sup> Direttiva 85/611/Cee del Consiglio, del 20 dicembre 1985, concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di taluni organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (Oicvm).

<sup>4</sup> La direttiva del 1985, come successivamente modificata dalle due direttive 107 e 108 del 2001, è comunemente detta direttiva Ucits III, laddove l'acronimo Ucits (Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities) è la traduzione inglese dell'acronimo italiano Oicvm. Si segnala che il 13 gen-

partito i poteri esclusivi dell'autorità di controllo dello Stato membro d'origine e quelli residuali della corrispondente autorità dello Stato membro ospitante, nel contesto della procedura di notifica, e ha inteso, al contempo, chiarire talune disposizioni presenti nelle direttive, in materia di circolazione di quote o azioni (congiuntamente dette parti) di Oicvm negli Stati membri.

L'autorità regolamentare del paese d'origine ha piena ed esclusiva potestà regolamentare e di vigilanza in tema di:

**1** autorizzazione dell'Oicvm, posto che solo l'autorità dello Stato d'origine è in condizione ed è titolata a stabilire se il prodotto sia conforme o meno ai requisiti dettati dalla direttiva. Resta inteso che, una volta ottenuta tale certificazione di conformità<sup>7</sup>, questo aspetto non potrà essere rimesso in discussione dall'organo regolamentare del paese ospitante, che si limiterà a prendere atto del carattere armonizzato dell'organismo di investimento;

**2** struttura dell'Oicvm, vale a dire le norme che regolano, in particolare, l'organizzazione del veicolo, gli obblighi del soggetto incaricato della gestione e di quello incaricato della custodia degli attivi;

**3** gestione dell'Oicvm e, specificamente, le condizioni di esercizio e gli obblighi relativi alle politiche di gestione e di investimento, ai limiti di investimento e alle attività ammesse;

**4** informazioni obbligatorie a favore degli investitori, incluse quelle da indicarsi nel prospetto completo e semplificato. A questo proposito, la Commissione ha stabilito che il rilascio dell'autorizzazione da parte dell'autorità del paese d'origine è sufficiente ad attestare la conformità dei documenti di offerta stessi e ad attribuire, di conseguenza, il diritto alla distribuzione delle parti dell'Oicvm negli altri Stati membri. Da tale principio discende, come indicato chiaramente nella comunicazione interpretativa della Commissione europea del 7 marzo 2007, che l'autorità dello Stato ospitante non potrà imporre modifiche, né integrazioni al contenuto del prospetto completo o semplificato, fatta salva, naturalmente, la traduzione.

Fissati questi principi, la Commissione europea ha ribadito che l'Oicvm che rispetti le disposizioni dello Stato membro d'origine che danno attuazione alle «norme minime co-

muni» sopra richiamate, attinenti al settore riservato, ha diritto a commercializzare le proprie quote o azioni anche negli altri Stati dell'Unione europea (rectius nello Spazio economico europeo<sup>8</sup>), senza che lo Stato ospitante possa imporre disposizioni, requisiti oppure obblighi informativi ulteriori in base alle proprie competenze residuali. D'altro canto, in ossequio alle medesime disposizioni, l'autorità regolamentare dello Stato ospitante può opporsi alla commercializzazione nel caso in cui l'Oicvm violi le vigenti disposizioni nazionali che non rientrano nel settore disciplinato dalla direttiva. Soltanto a titolo esemplificativo, nell'impossibilità di fornirne un elenco esaustivo, la Commissione ha indicato, nelle seguenti, talune delle aree di competenza esclusiva dello Stato ospitante:

**1** infrastruttura di distribuzione, che deve essere ben organizzata già prima dell'avvio della commercializzazione delle parti dell'Oicvm: in riferimento a tale principio, la Commissione ha precisato che, qualora previsto dalla normativa del paese ospitante, ai fini della commercializzazione delle quote o azioni potrebbe rendersi necessario il ricorso a un intermediario locale debitamente autorizzato o soggetto a vigilanza;

**2** tecniche e canali utilizzati per collocare le parti dell'Oicvm presso gli investitori (ad esempio, vendite a tappeto, marketing telefonico, vendita diretta su Internet, altre forme di sollecitazione agli investitori): per effetto dell'inclusione di tale materia nell'area di competenza residuale dello Stato ospitante, qualora talune tecniche di commercializzazione siano vietate nel territorio di tale paese, tale divieto può essere imposto anche all'Oicvm estero che ivi intenda collocare le proprie quote o azioni;

**3** pubblicità: l'Oicvm deve attenersi alle norme locali che regolano le modalità di promozione presso potenziali investitori in vista dell'eventuale sottoscrizione delle parti;

**4** modalità di pagamento agli investitori del corrispettivo di rimborso delle parti dell'Oicvm e dei proventi, nonché la diffusione delle relative comunicazioni.

Vi è da sottolineare che, se anche queste materie esulano dalla disciplina della direttiva in materia di Oicvm, ciò non dimeno esse rientrano nell'ambito di applicazione di altre direttive comunitarie: basti citare la direttiva sul commercio

naio 2009 il Parlamento europeo ha approvato la proposta di riforma della direttiva Ucits III; la nuova direttiva, che ha tra i propri obiettivi la semplificazione della procedura di notifica per la commercializzazione transfrontaliera delle parti di Oicvm in ambito comunitario, dovrebbe essere recepita dalla normativa degli Stati membri entro il 1° luglio 2011.

<sup>5</sup> Articolo 44 della direttiva.

<sup>6</sup> Comunicazione interpretativa della Commissione del 19 marzo 2007 relativa a «I poteri rispettivi dello Stato membro di origine e dello Stato membro ospitante in materia di commercializzazione di quote di Oicvm conformemente alla sezione VIII della direttiva Oicvm».

<sup>7</sup> Come si vedrà più avanti, nel corso del presente articolo, la procedura di notifica per la commercializzazione di Oicvm negli Stati membri comporta la produzione, all'autorità di vigilanza dello Stato ospitante, di un certificato rilasciato dall'autorità di vigilanza dello Sta-

to membro d'origine attestante la conformità dell'Oicr alle direttive Ucits III.

<sup>8</sup> La Comunicazione interpretativa della Commissione in commento è un «Testo rilevante ai fini del See».

<sup>9</sup> Direttiva n. 2004/39/Ce del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari. L'acronimo MiFID sta per Markets in Financial Instruments Directive).

elettronico e la vendita a distanza di prodotti finanziari, la direttiva sulla pubblicità ingannevole e comparativa o, ancora, la direttiva MiFID<sup>9</sup>, che qui rileva in tema di disciplina delle comunicazioni di marketing e di informativa pre contrattuale alla clientela nell'ambito della prestazione di servizi di investimento. Il risultato è, quindi, che tali materie solo idealmente sono lasciate alla competenza residuale dello Stato membro ospitante, dal momento che le norme interne di ciascuno di tali Stati sono o saranno comunque armonizzate a livello comunitario, essendo essi tenuti a recepire nel proprio ordinamento interno anche le direttive aventi ad oggetto la disciplina dei settori rimessi alla disciplina locale.

### **3 La disciplina in tema di procedura di notifica di Oicvm tra Stati membri**

Un Oicvm che intenda conseguire l'autorizzazione alla commercializzazione in un Stato membro estero è tenuto, ai sensi dell'articolo 46 della direttiva, a darne preventiva informazione alle autorità competenti di quest'ultimo, corredando la comunicazione di: un attestato dell'autorità dello Stato d'origine dell'Oicvm che certifichi l'osservanza delle condizioni di cui alla direttiva, il regolamento o gli atti costitutivi dell'Oicvm, il prospetto completo e il prospetto semplificato, l'ultima relazione annuale e la relazione semestrale, se successiva, e le informazioni circa le modalità di commercializzazione delle parti dell'organismo nello Stato membro ospitante.

Decorsi due mesi dall'effettuazione di tale la comunicazione, il veicolo che non abbia nel frattempo ricevuto un provvedimento di rigetto, adeguatamente motivato e avente ad oggetto le materie di competenza, da parte dell'autorità dello Stato ospitante, può intraprendere l'attività di commercializzazione.

La direttiva – all'articolo 47 – stabilisce, inoltre, i principi generali che l'Oicvm deve osservare in sede di offerta delle proprie azioni o quote in un altro Stato membro, tra i quali l'obbligo di diffonderli, secondo modalità identiche a quelle in vigore nello Stato membro di origine, il prospetto completo e il prospetto semplificato (in una delle lingue ufficiali dello Stato membro ospitante oppure in una lingua approvata

dalle autorità competenti dello Stato membro ospitante)<sup>10</sup>, la relazione annuale e la relazione semestrale, nonché le ulteriori informazioni indicate dalla medesima direttiva<sup>11</sup>.

Come anticipato, questi principi interpretativi devono essere letti in uno con le «Linee guida in materia di semplificazione della procedura di notifica degli Oicvm» nell'ambito degli Stati membri, dettate nel giugno 2006 dal Committee of European Securities Regulators (Cesr), organismo sovranazionale costituito nel 2001, che riunisce le autorità di vigilanza del settore finanziario di tutti gli Stati membri dell'Unione europea<sup>12</sup>. Obiettivo del summenzionato documento – frutto di consultazioni che hanno avuto inizio nell'anno 2004 – è quello di sviluppare e stabilire degli standard comuni per consentire agli Stati membri di gestire omogeneamente e velocizzare il processo di notifica disciplinato dall'articolo 46 della direttiva, stabilendo dei criteri applicativi idonei a garantire certezza, semplicità e trasparenza, e agevolare in tal modo la distribuzione comunitaria cross-border delle quote dei fondi comuni o delle azioni di società di investimento.

Vale la pena precisare che tali Linee guida, così come ogni analogo provvedimento emanato dal Cesr, non costituiscono una fonte normativa, con la conseguenza che gli Stati membri potranno darvi applicazione su base volontaria: tuttavia, dato l'impegno comune assunto dalle autorità di vigilanza a semplificare e accelerare le procedure di notifica, i regolatori europei hanno generalmente implementato tali principi comuni nella prassi locale, traducendoli in vere e proprie disposizioni regolamentari. In Italia, le autorità di vigilanza competenti per la procedura di notifica, vale a dire la Commissione nazionale per le società e la borsa (Consob) e la Banca d'Italia, hanno recepito le linee guida in un'apposita comunicazione, emanata congiuntamente il 22 giugno 2007 che sarà analizzata nel paragrafo successivo dedicato alle disposizioni disciplinanti l'offerta in Italia di Sicav armonizzate.

Pertanto, sul presupposto che il contenuto delle Linee guida sarà esaminato nel prosieguo con riferimento all'attuazione, peraltro molto fedele, che ne è stata data nel nostro ordinamento, si ometterà – in questa sede – di analizzare il testo del documento emanato dal Cesr.

È utile ribadire che, quanto detto sino ad ora si riferisce al-

<sup>10</sup> | Articolo 47, comma 2, della direttiva Ucits.

<sup>11</sup> | In particolare, l'articolo 29 della direttiva stabilisce che il regolamento del fondo o gli atti costitutivi della società di investimento formano parte integrante del prospetto completo, al quale devono essere allegati. Tuttavia, tali documenti possono non essere allegati al prospetto completo, purché i detentori delle quote siano informati della possibilità di ottenere, a richiesta, l'invio di tali documenti o l'indicazione del luogo in cui possono consultarli in ciascuno degli Stati membri in cui le quote o azioni sono commercializzate. L'articolo 30 prescrive l'obbligo di tenere aggiornati il prospetto completo e quello semplificato.

<sup>12</sup> | In breve, il Cesr ha tra i propri obiettivi quello di migliorare il coordinamento tra le Autorità di vigilanza del settore finanziario degli Stati membri, agire quale organo consultivo della Commissione europea e assicurare un'implementazione coerente e tempestiva della normativa comunitaria negli Stati membri.

<sup>13</sup> | I temi della procedura di autorizzazione per l'offerta in Italia di quote o azioni di Oicr non armonizzati, nonché delle consultazioni in corso a livello comunitario in materia di private placement di organismi di investimento collettivo del risparmio saranno affrontati in apposite sezioni del volume di Massimo Paolo Gentili, Sante Jannoni e Marina Mastrangelo, di prossima pubblicazione presso Edibank/Bancaria Editrice.

<sup>14</sup> | Si rinvia a un apposito paragrafo del libro per la disamina della disciplina in tema di commercializzazione in Italia di Oicr non armonizzati.

<sup>15</sup> | I dati diffusi dalla Banca d'Italia il 31 maggio 2008 (*Relazione per l'anno 2007*) eviden-

l'offerta di Oicr comunitari armonizzati mentre, per quanto attiene agli Oicr che, seppur situati in Stati membri, non sono disciplinati dalle già menzionate direttive comunitarie ma unicamente regolamentati dagli ordinamenti nazionali dei singoli paesi (pur con questo non volendosi escludere che distinti paesi possano aver promulgato testi normativi analoghi), la possibilità di offrire tali prodotti agli investitori residenti in altri Stati membri è subordinata non a un'attività di notifica, ma al conseguimento di un'apposita autorizzazione rilasciata dall'autorità di vigilanza del paese ospitante, in esito ad una più approfondita analisi. La disciplina della procedura di autorizzazione di tali Oicr e delle condizioni di offerta nei singoli Stati sono in questo caso rimesse esclusivamente ai legislatori nazionali, non trovando, com'è ovvio, alcun riferimento normativo a livello comunitario; per dovere di cronaca, si deve tuttavia segnalare un recente orientamento volto a incoraggiare una disciplina comunitaria in materia di private placement dei prodotti non armonizzati<sup>13</sup>.

#### **4 La commercializzazione di azioni di Sicav estere armonizzate**

L'ordinamento italiano disciplina le modalità di accesso degli Oicr esteri al mercato domestico distinguendo le condizioni applicabili alla commercializzazione in Italia di quote o azioni di Oicr armonizzati, rispetto a quelle applicabili all'offerta di parti di Oicr non armonizzati, siano questi ultimi di emanazione comunitaria o extra-comunitaria. Oggetto della presente disamina saranno unicamente le disposizioni relative all'offerta in Italia di organismi appartenenti alla prima categoria<sup>14</sup> e, in questo contesto, delle Sicav, prodotti di investimento che da diversi anni riscuotono un crescente successo presso le reti di distribuzione e presso gli investitori italiani. I dati statistici relativi alla presenza in Italia di Oicr armonizzati di diritto estero mostrano infatti le Sicav nettamente in vantaggio rispetto ai fondi comuni di investimento<sup>15</sup>.

Le norme di rango primario disciplinanti l'offerta in Italia di Oicr esteri – attuate da provvedimenti e comunicazioni delle autorità di vigilanza competenti – sono rappresentate dagli

articoli 42 e 50 del d.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, TUF) che si riferiscono, rispettivamente, all'offerta di quote di fondi comuni di investimento esteri e di azioni di Sicav estere. Premesso quanto sopra, nel prosieguo della trattazione non ci si riferirà genericamente agli organismi di investimento collettivo, né specificamente ai fondi comuni di investimento, bensì unicamente alle Sicav, operando quindi un processo contrario a quello del TUF, che dispone soltanto in tema di fondi comuni (art. 42) ed estende la medesima disciplina, mutatis mutandis, all'offerta di azioni di Sicav estere mediante una semplice disposizione di rinvio (secondo comma dell'art. 50).

Ciò premesso, ai sensi del combinato disposto degli articoli 50, comma 2, e 42 del TUF, l'offerta in Italia di azioni di Sicav rientranti nell'ambito delle direttive comunitarie deve essere preceduta da un'apposita comunicazione della società di investimento alla Banca d'Italia e alla Consob e può iniziare decorsi due mesi dall'effettuazione della comunicazione. In realtà, come vedremo, i termini per l'inizio dell'offerta sono ben più brevi rispetto ai due mesi stabiliti dal TUF, in quanto essi sono stati notevolmente ridotti, e altresì differenziati a seconda che si tratti di una comunicazione finalizzata alla prima commercializzazione della Sicav in Italia o alla commercializzazione di nuovi comparti, successivamente lanciati, di una Sicav che già offra le proprie azioni alla clientela italiana. Infatti, a seguito dell'emanazione di una comunicazione congiunta delle predette autorità di vigilanza italiane datata 22 giugno 2007 (la Comunicazione congiunta)<sup>16</sup>, in attuazione delle Linee guida del Cesr, il termine unico di due mesi è stato ridotto a un mese, nel primo caso, e a venti giorni, nel secondo caso<sup>17</sup>.

Il capitolo V del Regolamento della Banca d'Italia 14 aprile 2005, in materia di gestione collettiva del risparmio (il Regolamento della Banca d'Italia o il Regolamento), come integrato e modificato dalla Comunicazione congiunta, stabilisce in cosa debba consistere la comunicazione preventiva per l'offerta in Italia delle azioni della Sicav, quali documenti debbano essere allegati e, ancor prima, come si debba organizzare la Sicav estera al fine di poter commercializzare le proprie

ziano che le società di gestione e le Sicav di diritto estero (principalmente lussemburghesi, ma anche irlandesi e francesi) che offrono, rispettivamente, le proprie quote e azioni in Italia, sono complessivamente 363, di cui 263 sono Sicav.

<sup>16</sup> La «Comunicazione del 22 giugno 2007 in materia di offerta in Italia di parti di fondi comuni esteri armonizzati», emanata dalla Banca d'Italia, d'accordo con la Consob, è stata pubblicata nella *Gazzetta Ufficiale*, Serie Generale n. 166 del 19 luglio 2007.

<sup>17</sup> Questi nuovi termini, rispettivamente di 1 mese e di 20 giorni, sono effettivamente applicati dalle autorità italiane dal giugno 2007 per il rilascio del nulla osta alla commercializzazione di nuove Sicav o nuovi comparti in Italia; tuttavia non ci si può non domandare come sia stato possibile per la normativa secondaria, emanata dalla Consob e dalla Banca d'Italia, derogare alla disciplina primaria dettata dal TUF, e prevedere una riduzione di un termine che sembrava indicato come tassativo (l'articolo 42 del TUF parla, infatti, di un termine

ne di due mesi e non di un termine massimo di due mesi). Il legislatore primario avrebbe potuto, anche se successivamente, ridurre tale periodo, fissando dei termini in linea con quanto stabilito dalle autorità di vigilanza: l'occasione si è presentata, nel mese di settembre del 2007, allorché il TUF è stato modificato dal d.lgs. 164/2007 per consentire il recepimento delle disposizioni delle direttive MiFID; invece, probabilmente a causa di una svista del legislatore, se ne è persa l'occasione e quel termine di due mesi stabilito nell'articolo 42 del TUF è rimasto invariato.

azioni presso la clientela al dettaglio (comunemente detta retail) o istituzionale.

Nonostante la comunicazione dell'intenzione di offrire le azioni in Italia debba essere presentata dalla Sicav a entrambe le autorità di vigilanza italiane, la procedura di notifica è stata disciplinata soltanto dalla Banca d'Italia, attraverso il predetto provvedimento, mentre la Consob ha regolamentato ulteriori aspetti che attengono all'offerta di parti di Oicr esteri, in particolare quello relativo all'informativa da fornire al pubblico e le modalità pratiche di svolgimento dell'offerta al pubblico.

Tale ripartizione di competenze deriva dal testo dell'articolo 42 del TUf, che prevede che spetti alla Banca d'Italia – sentita la Consob – emanare un regolamento per dare attuazione alle disposizioni comunitarie concernenti le procedure relative alla comunicazione agli organi di controllo italiani e le disposizioni riguardanti il modulo organizzativo idoneo a garantire l'esercizio dei diritti patrimoniali dei partecipanti italiani, mentre spetta alla Consob – sentita la Banca d'Italia – determinare le informazioni da fornire al pubblico italiano, nell'ambito delle commercializzazione delle parti dell'Oicr e determinare le modalità di pubblicazione del prezzo di emissione e riacquisto delle parti.

Ciò premesso, è bene affrontare, in primo luogo, gli aspetti relativi al modulo organizzativo prescritto dalla Banca d'Italia, la cui accettazione è condizione e presupposto essenziale per la distribuzione delle azioni della Sicav nel territorio italiano.

In tal senso è stato previsto l'obbligo, a carico della società di investimento estera, di adottare una struttura minimale costituita da almeno un soggetto incaricato dei pagamenti, da un soggetto che curi l'offerta in Italia e da un collocatore. Con questi soggetti la Sicav stipula apposite convenzioni volte a regolare i reciproci rapporti e a definire i rispettivi compiti e responsabilità, in conformità alle disposizioni legislative e regolamentari vigenti.

Il ruolo e le obbligazioni di tali soggetti sono analiticamente enumerati dal Regolamento della Banca d'Italia<sup>18</sup>.

Il soggetto incaricato dei pagamenti, tipicamente una banca insediata in Italia, svolge la funzione di intermediazione nei

pagamenti e, a tal fine, pone in essere i flussi informativi necessari per garantire la tempestiva esecuzione degli ordini di sottoscrizione e rimborso e del pagamento dei proventi, mediante l'accensione, presso di sé, di conti correnti intestati alla Sicav, con rubriche distinte per eventuali comparti.

Il soggetto che cura l'offerta in Italia intrattiene i rapporti tra gli investitori italiani e la Sicav. In particolare, tale soggetto si occupa dell'attività amministrativa relativa alle domande di sottoscrizione e rimborso, garantisce che le operazioni si svolgano nel rispetto di termini e modalità previsti nello statuto della Sicav, inoltra al sottoscrittore la lettera di conferma dell'investimento e del disinvestimento, accompagnata dagli eventuali certificati azionari, tratta i reclami degli investitori (ove tali funzioni non siano state affidate ai collocatori, in ragione del loro rapporto maggiormente diretto con la clientela), espleta i servizi necessari al pratico esercizio dei diritti sociali degli azionisti italiani e, infine, tiene a disposizione i documenti a loro destinati, quali gli avvisi di convocazione delle assemblee, le relative delibere e i rendiconti finanziari della Sicav. Il soggetto che cura l'offerta in Italia normalmente coincide con la banca incaricata dei pagamenti, soprattutto per esigenze di semplificazione operativa; tuttavia, il Regolamento prevede anche la possibilità che tale ruolo sia attribuito a una banca diversa (purché insediata in Italia), a una Sgr, a una succursale (italiana) di società di gestione armonizzata o a un'impresa di investimento<sup>19</sup>.

Al fine di consentire una migliore esecuzione degli ordini di investimento (che potranno così essere trasmessi in forma cumulativa) e il disbrigo delle formalità di partecipazione alle assemblee, il soggetto che cura l'offerta in Italia, nella maggior parte dei moduli organizzativi strutturati per la distribuzione in Italia, rimane a disposizione degli investitori per ricevere da essi un mandato (senza rappresentanza), in forza del quale il soggetto che cura l'offerta in Italia provvede, in nome e per conto degli investitori mandanti, a iscriversi nel registro soci della Sicav, a inviare alla stessa (o al suo agente di trasferimento) gli ordini di sottoscrizione, conversione e rimborso e a mantenere una traccia, nelle proprie registrazioni, di uno status aggiornato circa la posizione del cliente.

<sup>18</sup> Titolo VI, Capitolo V, Paragrafo 1.3 del Regolamento.

<sup>19</sup> Ai sensi dell'articolo 1, comma 1, lettera h) del TUf, con il termine imprese di investimento si intendono: «le Sim e le imprese di investimento comunitarie ed extracomunitarie»; ai sensi delle lettere f) e g) della stessa norma, l'impresa di investimento comunitaria/extracomunitaria è l'impresa, diversa dalla banca, autorizzata a svolgere servizi o attività di investimento, avente sede legale e direzione generale in un medesimo Stato comunitario, diverso dall'Italia (l'impresa comunitaria) o avente sede legale in uno Stato extracomunitario (l'impresa extracomunitaria).

<sup>20</sup> Normalmente, qualora l'azionista della Sicav - che abbia nominato come proprio mandatario il soggetto incaricato dei pagamenti/che cura l'offerta in Italia - intenda esprimere il proprio voto all'assemblea, può procedervi: conferendo apposite istruzioni di voto al soggetto incaricato dei pagamenti/che cura l'offerta in Italia il quale, in quanto iscritto nel libro

soci (in nome proprio e per conto terzi) e in quanto mandatario dell'azionista, ha la facoltà e il dovere, di partecipare all'assemblea, esprimendo il voto manifestato nell'apposito modulo di istruzioni dal singolo azionista/mandante; partecipare personalmente (essendovi legittimato, in quanto titolare di azioni) all'assemblea, richiedendo però il rilascio di un apposito biglietto di ammissione per la singola assemblea; chiedere l'iscrizione a nome proprio nel libro soci della Sicav, senza pertanto conferire, o revocando, il mandato senza rappresentanza al soggetto incaricato dei pagamenti/che cura l'offerta, palesando in tal modo al conservatore del registro, la propria identità e l'entità della propria partecipazione nella Sicav.

<sup>21</sup> In particolare, i soggetti autorizzati, ai sensi dell'articolo 18 del TUf, alla prestazione del servizio di collocamento di cui all'art. 1, comma 5, lettere c) e c-bis) del medesimo TUf, sono: le imprese di investimento (ivi incluse le Sim), le banche e, nei casi e alle condizioni stabilite dalla Banca d'Italia, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107 del Testo Uni-



L'intervento del mandatario implica che la Sicav non venga a immediata conoscenza dell'identità del suo cliente finale. Pertanto, ogni comunicazione o avviso diramato dalla stessa, e diretto all'investitore, deve essere a quel punto veicolato per il tramite del soggetto incaricato in Italia. Anche le modalità di partecipazione all'assemblea degli azionisti della Sicav prevedono l'intervento dell'incaricato italiano e ciò sia ai fini della trasmissione degli avvisi di convocazione, sia ai fini della vera e propria partecipazione all'assemblea<sup>20</sup>.

Si noti che il Regolamento della Banca d'Italia consente alla Sicav di avvalersi di più soggetti incaricati dei pagamenti (e dell'offerta) e di accrescere, anche in momenti successivi, il numero di tali collaboratori. Ciò avviene, frequentemente, in relazione alla capacità distributiva della Sicav e all'estensione o specificità del territorio di raccolta.

I collocatori, infine, sono quegli intermediari finanziari, autorizzati alla prestazione del servizio di collocamento di strumenti finanziari o all'attività di commercializzazione di parti di Oicr<sup>21</sup>, incaricati, convenzionalmente, dalla Sicav della promozione del prodotto in Italia e della ricezione dagli investitori dei relativi ordini e mezzi di pagamento.

Se quanto sopra descritto rappresenta il tipico modello di schema organizzativo richiesto dalle disposizioni regolamentari italiane, ciò non toglie che un modello distributivo alternativo, che tenga conto delle esigenze di efficienza e di tutela dei partecipanti, possa essere proposto alla Banca d'Italia per la sua valutazione e accettazione. Cosicché potranno prevedersi soluzioni in parte diverse, rispetto a quelle appena esposte, nel caso in cui la Sicav intenda limitarsi a collocare le proprie parti avvalendosi delle sole tecniche di comunicazione a distanza, quali il canale Internet, oppure nel caso in cui (solitamente nel corso della fase di iniziale ingresso nel mercato italiano) l'offerta delle azioni sia limitata ai soli soggetti istituzionali. A questo proposito, si noti che le disposizioni relative alla procedura di comunicazione preventiva per la commercializzazione in Italia di quote e azioni di Oicr esteri trovano generale applicazione sia nel caso in cui l'offerta sia rivolta alla generalità del pubblico, clientela comunemente detta retail, sia nel caso in cui l'offerta sia limitata agli investitori istituzionali. La normativa, infatti, prevede solo alcu-

ne, limitate deroghe e attenuazioni al modulo organizzativo e alla documentazione da produrre alle autorità di vigilanza e ai clienti qualora l'offerta sia rivolta alla sola clientela di tipo istituzionale, confermando, nel resto, la disciplina stabilita per l'offerta al pubblico<sup>22</sup>.

Una volta strutturato il modulo organizzativo italiano, la Sicav potrà iniziare il collocamento delle azioni nel territorio solo in esito al completamento di una procedura che prevede l'invio di una comunicazione preventiva alla Consob e alla Banca d'Italia. Tale comunicazione deve essere accompagnata dal deposito di una serie di documenti elencati dal Regolamento della Banca d'Italia, come integrato dalla Comunicazione congiunta, che a sua volta recepisce le «Linee guida in materia di semplificazione della procedura di notifica degli Oicvm», emanate dal Cesr nel giugno 2006.

Rispetto alla normativa primaria e alla disciplina regolamentare originariamente applicabile, l'attuazione di tali linee guida ha comportato una sensibile riduzione degli adempimenti di notifica e dei termini di rilascio del nulla osta all'avvio della commercializzazione.

In ossequio alle nuove disposizioni, la Banca d'Italia deve ricevere dalla Sicav il documento di comunicazione di notifica riportato nell'Allegato II<sup>23</sup> alle Linee guida, corredato di un attestato delle autorità competenti dello Stato membro d'origine della Sicav, in cui si certifica che essa soddisfa le condizioni richieste dalla direttiva<sup>24</sup> e una «Nota informativa» rappresentativa del modulo organizzativo e contenente l'indicazione di tutte le entità coinvolte nella distribuzione italiana. La Consob, invece, è destinataria dei documenti societari e di offerta, vale a dire lo statuto della Sicav, il prospetto informativo completo e semplificato, il Modulo di sottoscrizione valido per le operazioni di investimento in Italia, che deve essere redatto in conformità alle disposizioni dettate dalla Consob<sup>25</sup>, uniti al già citato modulo di comunicazione preventiva<sup>26</sup> e all'attestato di conformità della Sicav alla direttiva<sup>27</sup>.

Decorsi trenta giorni dalla presentazione della documentazione completa, salva l'eventuale interruzione del termine per la richiesta di chiarimenti da parte degli organi di controllo, e salvo il caso di rigetto della richiesta, la Sicav potrà considerarsi autorizzata a procedere all'offerta in Italia delle

co bancario (d.lgs. 385/92). Mediante una modifica apportata all'articolo 33, comma 2, del TUF, dal d.lgs. 164/07 ed attuata dalla Consob con delibera 16190/07 (Regolamento Intermediari), si è consentito alle Sgr e alle società di gestione armonizzate operative in Italia di commercializzare quote e azioni di Oicr propri o di terzi, ampliando, quindi, il novero dei soggetti che possono essere designati quali collocatori di azioni di Sicav estere. Si ricorda, infatti, che, ai sensi del previgente Regolamento intermediari, adottato con delibera Consob n. 11522/98, le Sgr potevano procedere al collocamento diretto, anche fuori sede, soltanto delle quote di fondi comuni di investimento di propria istituzione o di Oicr per i quali svolgevano la gestione, mentre non era previsto che potessero commercializzare le parti di Oicr di emittenti terzi, salvo che, appunto, ne fossero anche incaricati della gestione.

<sup>22</sup> Il regolamento della Banca d'Italia prevede che, qualora il collocamento sia rivolto agli investitori istituzionali diversi dalle persone fisiche, il modulo organizzativo può non pre-

vedere la figura del soggetto incaricato dei pagamenti e del soggetto che cura l'offerta in Italia, fermo restando che, nel caso in cui tali investitori operino per conto di clientela che abbia loro affidato un mandato di gestione (individuale) di portafogli, essi devono assumere nei confronti della Sicav l'impegno: ad assicurare l'esercizio dei diritti patrimoniali della clientela nel caso in cui le azioni, per qualunque motivo (esempio per chiusura del rapporto di gestione) dovessero entrare nella disponibilità di quest'ultima, e a informare i clienti gestiti dell'impegno assunto nei confronti della Sicav, nel momento in cui le azioni dovessero entrare nella disponibilità degli stessi.

<sup>23</sup> Tale modulo di comunicazione potrà essere presentato alla Banca d'Italia in lingua inglese, non essendone richiesta la traduzione in lingua italiana.

<sup>24</sup> Anche l'attestato, al pari del modulo di notifica, potrà essere trasmesso in lingua inglese; la Comunicazione congiunta prevede espressamente che non vi sia necessità di tradurre

proprie parti. È opportuno sottolineare che, a conclusione della suddetta procedura di notifica, soltanto la Consob comunica in forma scritta alla Sicav il proprio nulla osta, mentre la Banca d'Italia non rilascia alcuna comunicazione, lasciando quindi decorrere il termine del silenzio assenso<sup>28</sup>.

Alla Sicav, quindi, non resta che un ultimo adempimento, da eseguire entro il giorno precedente l'inizio del periodo di adesione<sup>29</sup> e della diffusione al pubblico del modulo di sottoscrizione delle azioni: la pubblicazione presso l'archivio prospetti tenuto presso la Consob della definitiva versione del prospetto informativo, completo e semplificato, in lingua italiana<sup>30</sup>. Successivamente, ogni modifica alla documentazione d'offerta, anche non relativa al lancio di nuovi comparti, obbliga la Sicav alla diffusione, anche in Italia, dei documenti di vendita aggiornati, previo deposito alle autorità di vigilanza e la messa a disposizione degli investitori tramite i consueti canali (intermediari collocatori, sito internet dell'offerente), come sarà di seguito specificato.

Nel caso in cui la Sicav, che abbia già esperito la suddetta procedura di commercializzazione, intenda procedere all'offerta di nuovi comparti, il termine per il conseguimento dell'ulteriore nulla osta è ridotto a soli 20 giorni<sup>31</sup> e tuttavia gli adempimenti procedurali saranno i medesimi, con documentazione aggiornata.

## **5 Gli obblighi informativi e di correttezza della Sicav armonizzata in Italia**

Nel corso dell'offerta al pubblico la Sicav è tenuta al rispetto di determinati obblighi informativi e di correttezza prescritti dalle disposizioni<sup>32</sup> del Regolamento emanato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (Regolamento emittenti, successivamente più volte emendato, anche per effetto del processo di adattamento alle direttive comunitarie in materia di Oicvm). L'emanazione di tali disposizioni, ad opera della Consob, deriva direttamente dalle attribuzioni conferite a tale organismo dall'art. 42, comma 3, del TUF che, nel ripartire le competenze in tema di offerta in Italia di Oicr armonizzati tra Banca d'Italia e Consob, attribuisce a quest'ultima il compito di individuare le informazioni da fornire al pubblico nel-

l'ambito della commercializzazione delle azioni nel territorio italiano e di determinare le modalità con cui devono essere resi pubblici il prezzo di emissione e rimborso delle azioni.

Prima del perfezionamento dell'operazione di investimento nelle azioni della Sicav, i collocatori sono tenuti a consegnare gratuitamente all'investitore una copia del prospetto semplificato, mentre il prospetto completo e i documenti di norma in esso menzionati (lo statuto, i contratti con i vari prestatori di servizi<sup>33</sup>, ecc.), devono essere resi disponibili gratuitamente a colui che ne faccia richiesta. Mediante tale disposizione è stata recepita anche nell'ordinamento italiano una delle più importanti novità introdotte dalle direttive comunitarie, e cioè la distinzione tra prospetto completo e semplificato, nonché la possibilità di effettuare l'offerta transfrontaliera delle azioni – grazie al cosiddetto passaporto europeo – mediante il solo prospetto semplificato autorizzato nel Paese d'origine, da utilizzarsi senza modifiche in tutti gli Stati membri (salva la sua traduzione nella lingua locale del paese ospitante)<sup>34</sup>.

Con riguardo agli oneri informativi nei confronti del pubblico, l'autorità di vigilanza stabilisce l'obbligo per la Sicav, nel caso in cui siano apportate variazioni al prospetto informativo completo e semplificato, di mettere tempestivamente tali prospetti a disposizione del pubblico presso i soggetti incaricati della commercializzazione della Sicav, contestualmente al deposito e alla pubblicazione presso la Consob del medesimo prospetto, unitamente a un'attestazione di vigenza, in passato fornita dall'autorità estera, e attualmente – grazie alle semplificazioni introdotte dalle Linee guida del Cesr – rilasciata dalla stessa Sicav in forma di autocertificazione.

Al fine di garantire alla clientela in Italia una corretta e completa informativa in merito al prodotto offerto, la Sicav è tenuta a diffondere in Italia i documenti e le informazioni diffusi nello Stato d'origine, nei termini e con le modalità in esso previsti. In aggiunta ad essi, si deve osservare in Italia, in ogni caso, l'obbligo di pubblicazione del valore delle azioni, con indicazione della relativa data di riferimento, in almeno un quotidiano nazionale avente adeguata diffusione nelle zone di commercializzazione del prodotto e, altresì, l'obbligo di pubblicazione degli avvisi di convocazione delle assemblee de-

l'attestato in italiano nel caso in cui l'ordinamento del Paese d'origine della Sicav preveda la possibilità che l'autorità competente rilasci l'attestato in lingua inglese. Il certificato deve essere prodotto in originale o, in luogo dell'originale, in copia autenticata ovvero copia munita di dichiarazione di conformità all'originale resa dal legale rappresentante della Sicav o da altra persona incaricata sulla base di una procura o di un mandato scritto.

<sup>25</sup> In conformità all'articolo 24, comma 2, e Allegato IH della delibera Consob n. 11971/99 (Regolamento emittenti).

<sup>26</sup> Tale modulo di comunicazione – mera traduzione in lingua italiana del modulo di comunicazione di cui all'Allegato II del Cesr - è disponibile, tradotto in lingua italiana, sul sito internet della Consob.

<sup>27</sup> Ai sensi della Comunicazione congiunta, l'attestato dell'autorità di vigilanza estera e i prospetti informativi devono essere accompagnati da un'autocertificazione, rilasciata dalla

Sicav, che essi costituiscono gli ultimi documenti validi e rilasciati o approvati dall'autorità di vigilanza del paese d'origine. In passato, questa circostanza era attestata dalla stessa autorità, anziché dalla società emittente.

<sup>28</sup> La Banca d'Italia si manifesta solo per comunicare i codici per la produzione delle segnalazioni di vigilanza che solitamente giunge all'Oicr oltre la scadenza del citato termine di trenta giorni.

<sup>29</sup> Articoli 21 e 8, comma 1, delibera Consob 11971/99.

<sup>30</sup> In occasione della pubblicazione, il prospetto completo ed il semplificato devono recare l'attestazione che si tratta di traduzione fedele dell'ultimo prospetto ricevuto o approvato dall'autorità estera e deve contenere l'indicazione che esso è stato depositato, in pubblicazione, presso (l'«Archivio prospetti» del) la Consob.

<sup>31</sup> Si ricorda che, prima dell'emanazione della Comunicazione congiunta, i termini nor-

gli azionisti della Sicav e di pagamento dei proventi di distribuzione.

In relazione alla documentazione da rendere disponibile agli azionisti, la Consob prescrive che i rendiconti periodici della Sicav (relazione annuale certificata e relazione semestrale non certificata) e lo statuto siano messi a disposizione del pubblico in lingua italiana presso i soggetti collocatori, con facoltà, per gli azionisti, di ottenerne copia a domicilio. A ciò si aggiunga che il Regolamento della Banca d'Italia, nell'elenicare i compiti dei soggetti appartenenti al modulo organizzativo dell'Oicr in Italia, prevede espressamente che presso il soggetto che cura l'offerta in Italia (che, come si è detto, solitamente coincide con il soggetto incaricato dei pagamenti) siano tenuti a disposizione del pubblico i rendiconti periodici della Sicav, l'avviso di convocazione alle assemblee degli azionisti e il testo delle delibere adottate alle assemblee.

Infine, il Regolamento emittenti impone alle Sicav di pubblicare sul proprio sito internet, e di tenere costantemente aggiornati, i prospetti informativi, i rendiconti periodici e lo statuto. Anche se non espressamente previsto dalla normativa in esame, è opportuna altresì la pubblicazione sul sito della versione più aggiornata del modulo di sottoscrizione e dell'elenco dei soggetti collocatori della Sicav. Di tali documenti deve essere consentita anche l'acquisizione su supporto duraturo.

Inoltre, sempre in tema di obblighi informativi, la normativa secondaria prescrive che gli investitori siano direttamente informati dalla Sicav, mediante tempestivo avviso scritto previamente comunicato alla Consob, in merito a ogni variazione del prospetto informativo inerente l'identità del gestore degli investimenti, le caratteristiche essenziali dell'investimento o l'aumento degli oneri a carico degli investitori o della Sicav in misura superiore al 20%.

Infine, particolari disposizioni del Regolamento emittenti, implementate da un'apposita comunicazione esplicativa della stessa autorità<sup>35</sup>, regolano lo svolgimento di attività pubblicitaria da parte degli Oicr esteri in Italia, imponendo specifici standard di correttezza e di trasparenza.

Quanto sin qui esposto trova applicazione nel caso in cui la Sicav svolga attività di offerta nei confronti della generalità del pubblico e, pertanto, alla clientela retail. Nel caso in cui la commercializzazione delle azioni sia rivolta unicamente a investitori professionali, la stessa Consob prevede che, in tema di obblighi informativi, trovi applicazione esclusivamente l'obbligo di pubblicazione del valore delle azioni in un quotidiano, mentre vengono meno tutte le altre prescrizioni, ivi inclusa la pubblicazione dei prospetti.

Agli oneri di informativa, nei confronti di investitori effettivi e potenziali, posti dal Regolamento emittenti a carico delle Sicav che offrono le proprie azioni in Italia e inerenti al prodotto, si aggiungono poi gli obblighi imposti agli intermediari incaricati del collocamento della Sicav. Il Regolamento intermediari, adottato dalla Consob con delibera del 29 ottobre 2007, n. 16190, individua, infatti, gli intermediari collocatori come destinatari diretti di alcune disposizioni relative agli obblighi di informazione e comunicazione nei rapporti con i clienti<sup>36</sup>. Tali norme prevedono che gli intermediari forniscano alla clientela, anche potenziale, una serie di informazioni in merito sia a se stessi, ai servizi prestati e alle modalità di svolgimento dei medesimi (ivi inclusa l'informativa da fornire ai clienti e da ricevere da questi, gli incentivi ammissibili, l'offerta fuori sede, la valutazione di appropriatezza) sia agli strumenti finanziari offerti in sottoscrizione (ivi incluse le rappresentazioni dei rendimenti passati, stime di risultati futuri nonché le comunicazioni di marketing<sup>37</sup>). ■

mativi per il completamento della procedura di notifica, sia nel caso di prima comunicazione, sia nel caso di commercializzazione di nuovi comparti da parte di una Sicav già in possesso di un primo nulla osta, erano indistintamente di due mesi dalla presentazione della documentazione completa. In caso di nuove classi di azioni, relativamente a comparti già commercializzati in Italia, l'offerta può essere iniziata senza che sia espletata alcuna istruttoria da parte delle autorità di vigilanza italiane, previa una semplice e tempestiva comunicazione alla Banca d'Italia e alla Consob, indicando i criteri oggettivi sui quali l'articolazione in classi è fondata. Alle due autorità devono, inoltre, essere comunicate tempestivamente le modifiche apportate alla denominazione della Sicav e agli eventuali comparti. Nel caso in cui, invece, l'Oicr intenda apportare modifiche al modulo organizzativo che incidono sull'esercizio dei diritti patrimoniali da parte dei partecipanti, tali modifiche devono essere comunicate alla Banca d'Italia almeno 20 giorni prima della loro entrata in vigore.

**32** Il riferimento è agli articoli 20 e seguenti.

**33** Si pensi, a titolo esemplificativo, ai contratti di banca depositaria, agente amministrativo, agente di trasferimento e conservatore del registro, agente domiciliario, nonché ai contratti di gestione degli investimenti o di consulenza in investimenti.

**34** Si segnala che il prospetto semplificato, introdotto dalla direttiva 2001/107/Ce, è desti-

nato a scomparire con il recepimento della direttiva, approvata il 13 gennaio 2009, di riforma della normativa Ucits III; esso sarà sostituito da un nuovo documento denominato Informazioni essenziali per gli investitori.

**35** Il riferimento è agli articoli 17, 18 e 19 del Regolamento emittenti e alla Comunicazione della Consob n. Din/1031371 del 26 aprile 2001, recante Criteri operativi per la redazione di annunci pubblicitari concernenti Oicr italiani ed esteri e fondi pensione aperti offerti in Italia.

**36** Il riferimento è agli articoli da 27 a 36 del Regolamento intermediari.

**37** Relativamente al rischio di sovrapposizione delle disposizioni di cui al Regolamento emittenti (richiamate, qui sopra, alla nota 27) e al Regolamento intermediari (articolo 28) in tema di comunicazioni di marketing relative al prodotto, la Consob ha sostenuto che «Gli intermediari risultano diretti destinatari della disciplina in tema di comunicazioni di marketing (...) mentre la disciplina le Regolamento Emittenti citata assume rilevanza con riferimento al prodotto. In tal senso, i soggetti abilitati possono avvalersi della documentazione predisposta dalla società prodotto (o emittente) a supporto degli obblighi informativi da assolvere nel rapporto bilaterale con il cliente alla luce della disciplina di recepimento della MIFID, laddove le informazioni risultino coerenti con tale disciplina» (Consob, Lavori di modifica al Regolamento intermediari, sub commento all'articolo 28).