

Spettabile

CONSOB

Divisione Emittenti

Via G.B. Martini, n. 3

00198 ROMA

Milano, 15 settembre 2009

Oggetto: Documento di Consultazione

*Raccomandazione sul prospetto d'offerta o di ammissione alle negoziazioni dei prodotti finanziari non rappresentativi di capitale, diversi dalle quote o azioni di OICR e dai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione: modalità di presentazione e contenuti dell'informativa sul profilo di rischio-rendimento e sui costi.*

*Pubblicato dalla Consob il 14 luglio 2009*

L'Acepi è grata per l'opportunità di contribuire alla consultazione relativa alla eventuale adozione della raccomandazione in epigrafe (la "**Raccomandazione**") attinente alle modalità di presentazione e ai contenuti dell'informativa sul profilo di rischio-rendimento e sui costi di strumenti finanziari non rappresentativi di capitale, avviata con il sopra citato documento di consultazione (di seguito, il "**Documento di Consultazione**").

Si riportano di seguito le osservazioni in merito al Documento di Consultazione, seguendone la suddivisione nelle due sezioni, rispettivamente relative a:

- (A) modalità e ordine di presentazione delle informazioni nella nota di sintesi o nelle condizioni definitive, a seconda che si tratti di prospetto unico ovvero di prospetto di base; e
- (B) rappresentazione sintetica del profilo di rischio-rendimento e dei costi che caratterizzano ciascuna proposta di investimento.

Nell'esposizione che segue sono premesse alcune considerazioni di ordine generale e sono poi svolti specifici rilievi con riferimento alle singole raccomandazioni come evincibili nell'ambito del Documento di Consultazione.

\* \* \*

## Considerazioni generali

- (i) È apprezzato lo sforzo della Consob inteso a creare i presupposti affinché l'investitore possa adottare decisioni di investimento informate e consapevoli, e, nel contempo, a favorire un più rapido accesso al mercato da parte di emittenti ed offerenti. Ciò nondimeno, si osserva che l'intervento delineato nel Documento di Consultazione rischia di travalicare i confini di ammissibilità concessi ad azioni individuali delle autorità competenti dei singoli Stati Membri (si veda *infra*, paragrafo 2.1).

Inoltre, vi è il rischio che l'intervento in questione, nel richiedere informazioni aggiuntive a quelle previste in ambito comunitario, si ponga in contrasto con l'esigenza di creare un *level playing field* perseguita dal legislatore comunitario e che dia adito così a potenziali squilibri nella protezione degli investitori e nella competitività tra gli operatori di mercato. È evidente l'impatto distorsivo che le raccomandazioni proposte nel Documento di Consultazione potrebbero avere sulla concorrenza tra emittenti ed offerenti italiani rispetto a quelli di altri Stati Membri.

Tenuto conto che anche a livello comunitario e' avvertita l'esigenza di un intervento normativo inteso a migliorare la *disclosure* a favore degli investitori *retail*, si osserva che sarebbe opportuno attendere l'esito del dibattito comunitario al fine di garantire il necessario coordinamento tra la normativa nazionale e quella comunitaria. Diversamente, in caso di eventuali contrasti tra gli esiti delle consultazioni in corso (europea e nazionale), emittenti ed offerenti in Italia potrebbero vedersi costretti a modificare la documentazione e le strutture richieste per l'elaborazione delle informazioni, in più di un'occasione in un breve arco di tempo.

- (ii) Si ravvisa un eccesso di semplificazione nel tentativo di estendere il set informativo già previsto per i prodotti finanziario-assicurativi e per i fondi di investimento aperti italiani (o esteri non armonizzati) a tutti gli strumenti finanziari non rappresentativi di capitale indistintamente.

Invero, tale estensione sembra dare per scontato la diretta e immediata applicabilità<sup>1</sup> agli strumenti finanziari oggetto del Documento di Consultazione di un set informativo che è stato predisposto per un tipo di prodotti diversi dal punto di vista economico nonché soggetti ad una disciplina diversa<sup>2</sup>. Tutto ciò a sua volta sembrerebbe basarsi sul presupposto che gli strumenti finanziari non rappresentativi di capitale sono assimilabili agli strumenti finanziario-assicurativi e ai fondi di investimento aperti in ragione delle funzioni che essi mirano a soddisfare per l'investitore al dettaglio e dei rischi che essi comportano.

---

<sup>1</sup> Si veda ad esempio il rinvio agli allegati *a.1, a.5, a.6 e a.7* in tema di "Tabella dell'investimento finanziari" e il generico richiamo agli schemi di scheda sintetica dei prodotti finanziario-assicurativi e agli schemi di prospetto semplificato degli OICR aperti di cui all'Allegato 1B del nuovo Regolamento Emittenti.

<sup>2</sup> Si tenga presente che i prospetti per i prodotti finanziario-assicurativi e per i fondi di investimento italiani sono soggetti ad un diverso regime. Infatti, tali documenti non sono soggetti all'approvazione *ex ante* ma solo ad un eventuale controllo *ex post* da parte dell'autorità. Ciò sembra spiegare la diversa incisività e livello di dettaglio del regime di *disclosure* previsto dalla relativa normativa.



ASSOCIAZIONE  
I T A L I A N A  
C E R T I F I C A T I E  
P R O D O T T I D I  
I N V E S T I M E N T O

A tale riguardo, si ritiene opportuna un'analisi più approfondita in relazione agli strumenti oggetto del Documento, al fine di tener conto delle peculiarità degli stessi nella raccomandazione di parametri e modelli di analisi quantitativa *ad hoc*.

Parimenti, si ritiene necessario tenere in debita considerazione i tempi necessari all'adeguamento delle procedure interne di ogni emittente. E ciò, non solo da un punto di vista tecnico, in relazione alla creazione di presidi e procedure per il calcolo dei nuovi elementi informativi (ad es. grado di rischio, scenari probabilistici), ma anche, sotto un profilo più prettamente operativo, per il coordinamento con le reti distributive appartenenti allo stesso gruppo. Infatti, tale coordinamento potrebbe risultare complesso laddove la classificazione dei prodotti finanziari e degli investitori da parte delle reti distributive non fosse coerente con i nuovi elementi informativi.

Tale tempi di assestamento potrebbero rivelarsi anche più lunghi in caso di emittenti esteri, i quali sarebbero chiamati ad intervenire localmente in una sola giurisdizione, dovendo in un certo senso creare procedure *ad hoc* per l'Italia: un'operazione che può richiedere notevoli sforzi "burocratici" e inefficienze all'interno di strutture se non globali quanto meno pan-europee (con probabili effetti distorsivi sulla competitività di tali emittenti).

- (iii) Nel caso in cui venga adottata la Raccomandazione, si ritiene opportuno che vengano introdotti chiarimenti in merito alla tempistica prevista per l'eventuale adeguamento della documentazione di offerta. In un'ottica di efficienza, si suggerisce di prevedere un regime transitorio per quei documenti destinati al rinnovo annuale, in base al quale le integrazioni diverranno necessarie solo in sede di rinnovo.

\* \* \*

## **Osservazioni specifiche alle raccomandazioni**

### **1. Modalità e ordine di presentazione delle informazioni.**

1.1 "... *si raccomanda che, nell'esercizio della facoltà appena richiamata [n.d.r., definizione dell'ordine di presentazione delle informazioni nel prospetto], l'emittente ovvero l'offerente utilizzi una struttura di tipo modulare destinata ad accogliere le informazioni sugli strumenti finanziari [n.d.r., così che la nota di sintesi e le condizioni definitive] vengano articolate in due o più parti (cc.dd. "moduli") di talche' i contenuti informativi obbligatori previsti dagli allegati al Regolamento n. 809/2004/CE per i diversi tipi di prodotti siano riportati secondo un'impostazione funzionale a distinguere le informazioni sintetiche inerenti il profilo di rischio-rendimento, nonché i costi associati all'investimento dalle ulteriori informazioni richieste dai citati schemi regolamentari.*"

Si ritiene adeguata la scelta di una struttura di tipo modulare ai fini della redazione della nota di sintesi/condizioni definitive quale modalità maggiormente idonea a veicolare in maniera rapida e concisa le informazioni all'investitore e a ridurre il carico amministrativo in capo all'autorità di vigilanza nonché agli emittenti/offerenti stessi. Tale impostazione appare oltretutto in linea con l'orientamento seguito a livello comunitario dalla Commissione



ASSOCIAZIONE  
I T A L I A N A  
C E R T I F I C A T I E  
P R O D O T T I D I  
I N V E S T I M E N T O

Europea in occasione della consultazione relativa alle modifiche alla Direttiva Prospetto del marzo 2009, laddove è stata sollevata la questione sulla effettiva capacità della nota di sintesi di fornire al pubblico informazioni sulle principali caratteristiche degli strumenti offerti in maniera utile e comprensibile<sup>3</sup>. In questa sede, si ribadisce in ogni caso il rischio del possibile scostamento tra la soluzione avanzata nel Documento di Consultazione rispetto a quanto potrebbe essere proposto ed adottato a livello comunitario e, per questo, si evidenzia l'opportunità di raccordare l'attività a livello nazionale con i lavori aperti a livello europeo.

Con riferimento alle condizioni definitive, appare calzante il richiamo<sup>4</sup> alla posizione espressa dal CESR<sup>5</sup> sull'approccio da seguire per la redazione delle condizioni definitive, laddove si consiglia di mantenere un approccio flessibile nella scelta delle informazioni da inserire nelle condizioni definitive, preservando la ratio dell'articolo 22(2) del Regolamento 809/2004/CE (d'ora innanzi "**Regolamento 809**"). Allo stesso tempo, si rileva una certa dicotomia tra tali condivisibili valutazioni e l'approccio seguito dalla Consob in relazione alle raccomandazioni sui contenuti della documentazione di offerta. Sul punto, si rinvia a quanto evidenziato nel successivo paragrafo 2.1.

In relazione alla propedeuticità del ricorso alla struttura modulare ad una completa telematizzazione dell'istruttoria, si esprime grande apprezzamento per l'iniziativa e si offre la massima disponibilità a collaborare nella definizione delle necessarie strutture informatiche anche in un'ottica di ridurre costi e tempi in occasione di tali procedure.

Tuttavia, dal momento che il Documento fa riferimento alla "*standardizzazione delle informazioni e della struttura del prospetto*" (enfasi aggiunta) ai fini della creazione di un cd. *Sistema Integrato*, mentre le raccomandazioni hanno ad oggetto solamente la nota di sintesi e le condizioni definitive (queste ultime neanche oggetto di approvazione), sarebbe opportuno chiarire se ai fini della suddetta telematizzazione saranno sufficienti gli interventi relativi alla documentazione di offerta come previsti nel Documento o occorreranno ulteriori modifiche al corpo del prospetto di base o prospetto.

1.2 *"Si raccomanda altresì che lo schema ed i contenuti informativi delle due tipologie di moduli siano definiti in conformità ad uno standard di trasparenza uniforme (scheda-prodotto) così da permettere la comparazione oggettiva delle diverse alternative d'investimento disponibili; e ciò anche nel rispetto dei principi generali stabiliti dalla Comunicazione n. DIN/9019104 del 2 marzo 2009"*

---

<sup>3</sup> Si veda "Consultation on a draft proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2003/71/EC on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading and 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market", in particolare pag. 12 del "Background Document" laddove la Commissione si dichiara aperta a proposte e osservazioni al fine di "assess the effectiveness of the summary in reaching, in all cases, the objective to deliver a fully understandable and useful representation of the products' main features in the perspective of retail investors and would welcome views on this matter (...).".

<sup>4</sup> Di cui alla nota 1 del Documento di Consultazione.

<sup>5</sup> Si veda, da ultimo, *Question 57 delle FAQ regarding Prospectuses: 8th Updated Version – February 2009*.



ASSOCIAZIONE  
I T A L I A N A  
C E R T I F I C A T I E  
P R O D O T T I D I  
I N V E S T I M E N T O

E' apprezzabile l'iniziativa di introdurre l'utilizzo di un *format* uniforme per la disclosure improntato alla snellezza, semplicità e schematicità. Un simile *format* dovrebbe permettere una più immediata comprensione delle caratteristiche principali del prodotto e di conseguenza una più facile comparazione tra varie proposte di investimento.

Tuttavia, si ritiene eccessivamente generico il richiamo alla Comunicazione n. DIN/9019104 del 2 marzo 2009 (di seguito per brevità, "**Comunicazione sugli illiquidi**") e si evidenzia l'opportunità di un maggiore e più dettagliato coordinamento tra le regole proposte nel Documento di Consultazione e quelle oggetto della Comunicazione sugli Illiquidi, anche nella prospettiva di definire un'unica scheda prodotto utilizzabile – in un'ottica di contenimento dei costi e di uniformità informativa – ai fini della redazione del prospetto e del collocamento dei prodotti illiquidi.

1.3 *Nel caso di condizioni definitive “multi-prodotto” si raccomanda che le stesse vengano predisposte prevedendo un modulo distinto per ciascuna proposta di investimento prevista.*

Non viene formulato nessun commento nella misura in cui la raccomandazione vada letta nel senso di richiedere che le condizioni definitive debbano comunque riferirsi esclusivamente agli strumenti che vengono di volta in volta offerti e non anche all'insieme degli strumenti che sono oggetto del prospetto di base.

## **2. Contenuti informativi essenziali della “scheda-prodotto”**

2.1 *“... si raccomanda di affidare l'illustrazione della proposta d'investimento ad indicatori sintetici e significativi del suo profilo di rischio e dei suoi rendimenti potenziali ottenibili su uno specifico intervallo temporale.”*

In linea generale, come correttamente evidenziato nello stesso Documento di Consultazione, le norme di livello comunitario che disciplinano i contenuti degli schemi di prospetto lasciano alla discrezionalità dell'emittente o offerente, pur sempre nell'ambito degli schemi previsti dal Regolamento 809, la scelta delle informazioni oggetto di *disclosure* e del relativo grado di dettaglio.

Alla luce di tale corretta premessa, solleva dubbi di legittimità l'intervento della Autorità volto a raccomandare l'utilizzo di specifiche modalità di rappresentazione delle informazioni relative alla proposta di investimento, e ciò in particolare alla luce del livello di dettaglio e dell'impatto sull'operatività di chi è tenuto a redigere il prospetto. Il paragrafo 2 del Documento di Consultazione appare in contrasto con il principio generale di cui all'articolo 3 del Regolamento 809 che, nel disciplinare le informazioni minime da includere nel prospetto, non solo statuisce che tali informazioni devono essere quelle previste dagli Allegati al Regolamento 809, ma pone anche un limite alla possibilità di intervento delle singole autorità competenti laddove specifica che "*l'autorità competente non esige che un prospetto contenga elementi d'informazione non inclusi negli allegati I-XVII*". A tal riguardo, le raccomandazioni contenute nel suddetto paragrafo 2 sembrano andare oltre una



ASSOCIAZIONE  
I T A L I A N A  
C E R T I F I C A T I E  
P R O D O T T I D I  
I N V E S T I M E N T O

semplice indicazione sulle modalità di presentazione di informazioni già previste dagli Allegati I – XVII, richiedendo piuttosto l'inserimento di elementi d'informazione addizionali (quali sono il grado di rischio, gli scenari probabilistici di rendimento e l'orizzonte temporale).

*2.1.1 Le informazioni trasmesse dai tre indicatori appena richiamati devono essere formalizzate quale esito dell'applicazione di metodologie oggettive e di strumenti di analisi quantitativa alla misurazione e al monitoraggio del rischio complessivo e dei rendimenti potenziali della proposta d'investimento sull'orizzonte d'investimento consigliato all'investitore. In particolare, la determinazione dell'informativa sul profilo di rischio e sull'orizzonte temporale d'investimento consigliato (incluse le modalità di calcolo degli scenari probabilistici dell'investimento finanziario) deve essere effettuata nel rispetto delle istruzioni metodologiche fornite dalla Consob con la Comunicazione n. DIN/DSE/9025454 del 24 marzo 2009.*

In linea con quanto osservato sopra, la Raccomandazione rischia di discostarsi dai principi dettati dal legislatore comunitario in merito (i) alla discrezionalità di coloro che sono tenuti a redigere il prospetto nella scelta e dettaglio delle informazioni in esso contenute, ed (ii) ai limiti di intervento delle autorità nazionali competenti di cui all'articolo 3 comma 2.

Dal punto di vista tecnico, inoltre, l'applicazione delle istruzioni metodologiche di cui alla Comunicazione del 24 marzo 2009 sembrerebbe in una certa misura sottovalutare le diversità esistenti tra i prodotti a cui tali istruzioni si riferiscono e i prodotti quali i *certificates* e le obbligazioni strutturate. Occorre, infatti, tenere presente che le suddette istruzioni sono predisposte tenendo conto (i) delle peculiarità di strumenti finanziari diversi per molti aspetti dai prodotti strutturati nonchè (ii) di modalità di offerta specifiche dei fondi di investimento aperti italiani ed esteri non armonizzati e dei prodotti finanziario-assicurativi.

In breve, gli emittenti/offerti, da un lato, vedrebbero limitata la propria discrezionalità nel selezionare le informazioni da rendere al pubblico (nell'ambito degli schemi previsti dal Regolamento 809), dall'altro, sarebbero soggetti all'applicazione di istruzioni operative (i) predisposte in relazione a strumenti finanziari con caratteristiche diverse rispetto ai *certificates* e obbligazioni strutturate, e (ii) elaborate senza il loro contributo.

In un'ottica di maggiore collaborazione, si evidenzia quindi l'opportunità di elaborare di istruzioni operative per la formalizzazione delle informazioni di carattere quantitativo nell'ambito di un'ulteriore fase di studio cui possano partecipare gli operatori del mercato direttamente coinvolti.

*2.1.2 Si evidenzia altresì la necessità della preliminare indicazione della tipologia di struttura finanziaria che caratterizza la proposta d'investimento, alternativamente classificabile come: “a obiettivo di rischio”, “a benchmark” o “a obiettivo di rendimento”.*



ASSOCIAZIONE  
I T A L I A N A  
C E R T I F I C A T I E  
P R O D O T T I D I  
I N V E S T I M E N T O

La classificazione della tipologia di struttura finanziaria in “*a obiettivo di rischio*”, “*a benchmark*” o “*a obiettivo di rendimento*” non appare perfettamente rispondente alla natura e alla varietà dei prodotti strutturati.

Come alternativa preferibile, si propone l'utilizzo della "mappatura" già adottata dalla scrivente associazione, vale a dire una classificazione dei *certificates* e obbligazioni strutturate così suddivisa: "strumenti a capitale protetto/garantito", "strumenti a capitale condizionatamente protetto", "strumenti a capitale non protetto", "strumenti a leva".

Si ritiene la suddetta mappatura più funzionale e rispondente alle esigenze di chiarezza e comprensibilità per l'investitore. Essa inoltre è il frutto di un attento studio e del confronto operato dai membri della scrivente associazione ed è stata altresì condivisa con la Borsa Italiana. Pertanto, la mappatura Acepi (i) consentirebbe di coprire in modo più appropriato le molteplici tipologie di strutture finanziarie che si intendono offrire al pubblico e (ii) offrirebbe un ulteriore beneficio all'investitore che sarebbe in grado di individuare e inquadrare più facilmente i prodotti che sono presenti sul mercato, potendo fare riferimento e confrontare quanto è disponibile e diffuso anche sul mercato secondario.

Ai fini di un più efficiente utilizzo della proposta classificazione, la scrivente associazione si rende disponibile ad un'ulteriore sua elaborazione e studio con i competenti uffici della Consob.

2.2 *"In relazione al regime dei costi associati alla specifica proposta d'investimento, si raccomanda il ricorso ad una rappresentazione schematica ed esemplificativa in forma tabellare, analoga a quella utilizzata negli schemi di prospetto di cui all'Allegato 1B al Regolamento Consob n. 11971/99."*

Si ritiene opportuno un chiarimento da parte della Consob sul tenore del richiamo agli schemi di prospetto di cui all'Allegato 1B. Si chiede, in particolare, alla Commissione di confermare che il richiamo sia riferito solamente al *layout* grafico della rappresentazione dei costi relativi all'investimento e non anche all'individuazione della tipologia o alla definizione degli stessi.

2.3 *"... si raccomanda di predisporre la “scheda-prodotto” in più macro-sezioni ciascuna dedicata all'illustrazione di specifiche aree informative (dati identificativi della proposta d'investimento, profilo di rischio, costi, ecc.)."*

Nessun commento

2.4 *"... si raccomanda che la descrizione dell'investimento finanziario riporti, tra l'altro, il tasso di interesse, il grado di subordinazione e tutti gli elementi (cap, floor, fattore di partecipazione, etc.) in grado di incidere sul profilo di rischio-rendimento."*

Nessun commento.

\*\*\*\*



Nel ringraziare nuovamente per l'opportunità offerta, si rimane a disposizione per ogni ulteriore informazione o chiarimento.

In fede,

ACEPI  
Associazione Italiana Certificati e Prodotti d'Investimento