



Spett.le
CONSOB
Divisione Informazione Emittenti
Divisione Intermediari
Via G. B. Martini, n. 3
00198 ROMA

Milano, 8 giugno 2016

COMMENTI AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE CONCERNENTE I PRINCIPI GUIDA SULLE INFORMAZIONI DA FORNIRE AI CLIENTI AL DETTAGLIO NELLA DISTRIBUZIONE DI PRODOTTI FINANZIARI PUBBLICATO DALLA CONSOB IL 9 MAGGIO 2016 (IL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE)

PREMESSA

L'ACEPI accoglie con grande favore l'opportunità offerta da Codesta Spettabile Commissione di formulare le proprie osservazioni in merito a un tema cruciale per tutti gli attori di mercato, quale l'informativa all'investitore.

La scrivente Associazione ha, infatti, tra i suoi obiettivi principali lo svolgimento di attività quali l'educazione finanziaria e di perseguire finalità coincidenti con quelle di cui al Documento di Consultazione, *i.e.*, di una corretta informazione sui prodotti finanziari ai clienti *retail*, per consentire a questi ultimi di pervenire a un fondato giudizio sulle caratteristiche dei prodotti finanziari e sull'opportunità dell'investimento.

Di conseguenza l'ACEPI condivide integralmente la sostanza dei "Principi Guida" dell'informativa agli investitori delineati nel Documento di Consultazione.

Allo stesso tempo, alla luce dell'esperienza maturata e delle analisi svolte, nonché sulla base dei contributi tecnici forniti in varie sedi (da ultimo, alle ESAs in sede di Comitato degli Esperti in relazione ai *Regulatory Technical Standards* del KIID), l'ACEPI ritiene che la "*sfida della disclosure efficace*" si giochi non solo sul terreno dei principi guida, ma anche, se non soprattutto, su quello delle modalità concrete con cui tali principi vengono tradotti nella prassi operativa e regolamentare.

Al riguardo, si segnala sin d'ora che le principali indicazioni che cogliamo in tema di *disclosure efficace* (sulla base di ricerche e tendenze regolamentari internazionali) depongono tutte nel senso della: (1) riduzione del numero dei documenti informativi messi a disposizione dell'investitore *retail*, per non generare confusione, e (2) più in generale, sull'importanza di privilegiare la qualità rispetto alla quantità delle informazioni fornite.

* * *



OSSERVAZIONI GENERALI

1. Sovrapposizione della “scheda prodotto” con il KIID degli UCITS e il KID dei PRIIPs

L'ACEPI non ritiene né opportuna né necessaria la proposta adozione di un nuovo “*apposito documento informativo (c.d. scheda prodotto)*”, quale strumento ulteriore per contribuire alla più chiara ed efficace *disclosure* alla clientela *retail* delle caratteristiche dei prodotti finanziari, laddove già esistano strumenti o documenti che permettano di perseguire tali finalità, quali il KID dei PRIIPs e il KIID degli UCITS.

La potenziale coesistenza tra “scheda prodotto” di cui al Documento di Consultazione e KID/KIID comporterebbe una serie di inefficienze e rischi quali:

(A) Confusione negli investitori e riduzione dell'attenzione

Come anticipato in premessa, l'aumento esponenziale negli ultimi anni della messe di informazioni disponibili tramite svariati “veicoli” informativi, quali le “schede prodotto”, genera confusione nell'investitore, vanificando i principi e gli obiettivi di protezione dell'investitore, alla base dello stesso Documento di Consultazione.

In tal senso depongono anche: (i) i risultati delle ricerche empiriche in vari Paesi tramite *test* con gli investitori *retail* volti a misurare il livello di comprensione dell'informativa,¹ e (ii) i recenti orientamenti regolamentari e accademici negli Stati Uniti d'America relativamente ai danni provocati dalla “*disclosurite*” (cioè la diminuzione di attenzione alla *disclosure* causata dalla proliferazione della *disclosure*) e, quindi, al “fallimento della *mandated disclosure*” nel raggiungere gli obiettivi prefissati dal legislatore di “consenso effettivamente informato” e, più in generale, di protezione dell'investitore.

Questo rischio è particolarmente concreto laddove i documenti abbiano contenuto e impostazione analoga, come nel caso della “scheda prodotto” di cui al Documento di Consultazione e del KID/KIID.

Al fine di scongiurare tale rischio di duplicazione e confusione, in Germania il legislatore ha già espressamente previsto l'abolizione dell'attuale scheda prodotto (*Produktinformationsblätter* o “PIB”) in vista dell'entrata in vigore il 31.12.2016 della disciplina PRIIPS e, quindi dell'uso del KID.²

(B) Assenza di standardizzazione e comparabilità delle informazioni

Tanto il KIID degli UCITS quanto il KID dei PRIIPs sono documenti disciplinati da appositi regolamenti comunitari tesi ad assicurare una informativa precontrattuale sintetica, obiettiva e corretta in grado di supportare efficacemente gli investitori *retail* nella comprensione delle informazioni chiave dei prodotti finanziari.

¹ Ci riferiamo (1) ai Consumer Testing europei condotti dalle ESAs in relazione al format del KIID (“*The quantitative research showed that simpler approaches were associated with better comprehension of key information than more complex approaches*”), e (2) ai test condotti nel 2015 negli USA sull'attuale informativa su servizi finanziari (tra cui “*home loans*”) per i quali il National Research Council conclude “*Disclosure mandated by Federal law neither effectively facilitate price shopping, nor do they result in good deliberate decision about risk.*”

² Si veda il Disegno di Legge Governativo Druksache n. 18/7482 del 2 febbraio 2016 (<http://dip21.bundestag.de/dip21/btd/18/074/1807482.pdf>).



A tal fine, la normativa europea prevede espressamente che tali documenti siano standardizzati nel formato, nel contenuto e nelle modalità di presentazione delle informazioni anche al fine di agevolare l'omogenea applicazione e comparabilità dei prodotti all'interno dei mercati finanziari europei.

Invece, la prospettata nuova "scheda prodotto" del Documento di Consultazione, seppure redatta sulla base degli stessi principi alla base della disciplina del KIID/KID, non avrebbe uguali caratteristiche di standardizzazione e comparabilità, anche perché costituirebbe in ogni caso un documento predisposto da ogni singolo intermediario sulla base delle metodologie e dei criteri propri, coerenti con quelli impiegati dallo stesso intermediario per valutazioni a carattere interno.

Si pensi, per esempio, alla raccomandazione di *"adottare una scala di classificazione della rischiosità... al fine di assicurare la comparabilità tra i prodotti"*.

La comparabilità tra prodotti sulla base della rischiosità - vuoi tra prodotti della stessa categoria (es. obbligazioni), vuoi tra prodotti di categorie differenti (es. obbligazioni e polizze) - risulta impraticabile qualora non coincidano le scale di rischiosità e/o le metodologie alla base di tali scale (perché proprie di ciascun intermediario) e non siano uniformemente previste e applicate.

(C) Creazione di condizioni di concorrenza eterogenee tra i vari prodotti e ostacoli alla creazione di un mercato interno dei servizi e prodotti finanziari

L'ACEPI ritiene che le regole in materia d'informazioni relative ai PRIIPs necessitino di armonizzazione massima a livello europeo - senza divergenze a livello nazionale - non solo per le sopracitate esigenze di standardizzazione e comparabilità dei prodotti, a vantaggio degli investitori, ma anche per non falsare la concorrenza in Europa e in Italia.

L'introduzione solo in Italia di nuove regole in materia d'informazioni relative ai PRIIPs, non raccordate e in sovrapposizione con la disciplina PRIIPS, senza dubbio (i) creerebbero un livello diseguale di tutela degli investitori all'interno dell'Unione, e (ii) ostacolerebbero l'instaurazione di condizioni di concorrenza omogenee tra i vari prodotti e canali di distribuzione, determinando ulteriori ostacoli alla creazione di un mercato interno dei servizi e prodotti finanziari.

Anche in ragione di questi rischi, l'Unione Europea ha scelto di emanare norme uniformi in materia di trasparenza che si applichino a tutti i partecipanti al mercato dei PRIIPs tramite un regolamento, quindi di diretta applicazione in tutti gli Stati Membri, piuttosto che tramite una direttiva.

(D) Difficoltà interpretative e applicative

Il processo legislativo che ha portato all'elaborazione del c.d. Regolamento PRIIPS (n.1286/2014) e ai relativi *Regulatory Technical Standards* è stato lungo e tortuoso e permangono molti dubbi interpretativi su diversi aspetti di tale disciplina, che si traducono in significative difficoltà operative e ritardi attuativi per l'industria finanziaria e assicurativa che deve mettere a disposizione i KID a partire dal 31.12.2016.

A titolo meramente esemplificativo, non è tuttora chiaro (i) l'ambito d'applicazione del KID (es. se comprende i derivati OTC), (ii) se occorre uno o più KID per i *"multi-option Priips"* (quali le polizze legate a fondi), e (iii) quali siano le circostanze che richiedono l'aggiornamento del KID e la frequenza delle revisioni periodiche (mensile, annuale, a evento).

Queste incertezze e difficoltà interpretative non consentono attualmente agli intermediari di approntare procedure interne e sistemi IT in attuazione della disciplina PRIIPS. Qualora non dissipate per tempo tali



incertezze, gli intermediari non si troveranno in condizione di produrre alcuni KID e, di conseguenza, si asterranno dall'offerta di una serie di strumenti finanziari, anche a discapito degli investitori.

Più parti (comprese EBF, EFMA ed EUSIPA) hanno pertanto già formalmente chiesto alla Commissione Europea di chiarire tali dubbi in tempo utile. Alcuni Paesi UE (tra cui UK, Germania e Francia), tramite i rispettivi Ministri delle Finanze, hanno chiesto un differimento dell'entrata in vigore del Regolamento PRIIPs, in assenza di tali chiarimenti.

Sulla scorta di tale esperienza, l'ACEPI segnala come l'applicazione delle raccomandazioni di cui al Documento di Consultazione verosimilmente comporteranno simili difficoltà applicative, anche perché la prospettata nuova "scheda prodotto" verrebbe redatta sulla base degli stessi principi alla base della disciplina del KID.

Tali difficoltà diventerebbero sicuramente insormontabili qualora si proponesse l'adozione della prospettata nuova "scheda prodotto" contestualmente all'adozione del KID, già di per sé così problematica.

2. Sovrapposizione della nuova "scheda prodotto" con la "scheda prodotto" di cui alla Comunicazione 2 marzo 2009, n. 9019104 sui prodotti finanziari illiquidi

Il Documento di Consultazione in oggetto non chiarisce il rapporto tra la prospettata "scheda prodotto" e quella prevista dalla Comunicazione sui prodotti illiquidi.

La potenziale coesistenza tra queste due "schede prodotto" comporterebbe gli stessi rischi e complicazioni sopra tratteggiati in relazione alla potenziale coesistenza tra "scheda prodotto" di cui al Documento di Consultazione e il KID/KIID.

Ciò in quanto sia i criteri di redazione sia il contenuto di tali schede prodotto sono sostanzialmente analoghi e, per diversi profili, di fatto coincidenti.

OSSERVAZIONI SPECIFICHE

Ferme restando le considerazioni sopraesposte in merito all'opportunità dell'adozione della prospettata "scheda prodotto", si forniscono di seguito alcune considerazioni specifiche sulle indicazioni di dettaglio di cui al Documento di Consultazione.

1. Scheda prodotto e caratteristiche del mercato secondario

Con altro documento di consultazione, pubblicato da Codesta Spettabile Commissione in relazione alla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale, si prevede che per "distribuzione" debba intendersi, indipendentemente dal servizio di investimento concretamente prestato dall'intermediario, "sia la fase di mercato primario che quella di mercato secondario".

Con il Documento di Consultazione in oggetto si prevede che gli intermediari debbano consegnare la scheda prodotto agli investitori *retail* in relazione alla distribuzione di prodotti finanziari, che, alla luce del documento di consultazione sopra richiamato, sembra potersi intendere come distribuzione tanto sul mercato primario quanto sul mercato secondario.



In merito alla predisposizione della scheda prodotto nell'ambito della distribuzione in un contesto di mercato secondario, tuttavia, persistono alcune problematiche.

In primo luogo infatti, alcune informazioni richieste da Codesta Spettabile Commissione quali l'indicazione delle distinte componenti del *fair value* e dei costi impliciti, nonché del valore del disinvestimento nell'istante immediatamente successivo all'operazione, non sembrano poter essere fornite in un contesto di mercato secondario in cui il prezzo dello strumento finanziario coincide con il valore di mercato del medesimo.

In aggiunta, nell'ipotesi in cui ad esempio un intermediario presti il servizio di esecuzione di ordini per conto dei clienti risulterebbe operativamente problematico per lo stesso raccogliere le informazioni necessarie alla redazione della scheda prodotto, attesa anche la tempistica con la quale dare corso all'ordine del cliente.

Infine si segnala l'esigenza che tali obblighi di consegna della prospettata nuova "scheda prodotto" trovino stretta corrispondenza con le regole di consegna dei KID previste per i PRIIPs.

Occorrerà infatti distinguere il caso in cui l'emittente non sia anche collocatore, poiché in questi casi non sarà possibile una consegna fisica del documento, ma l'unica modalità di messa a disposizione del KID è la pubblicazione sul proprio sito *web*. Per quanto riguarda l'eventuale vendita sul secondario da parte di un intermediario, il Regolamento sui PRIIPs e il *Final Draft* degli RTS non chiariscono come, in questi casi, debba avvenire la consegna del KID. Al fine di evitare discrasie, occorrerà attendere gli ulteriori orientamenti e chiarimenti in merito ed, eventualmente, allinearsi a questi anche con riferimento alla nuova "scheda prodotto".

2. Metodologie di determinazione del prezzo sul mercato secondario

Con riferimento ai "*Dati anagrafici*" "*che permettono di identificare il prodotto finanziario specifico oggetto della transazione e le sue principali caratteristiche*", viene richiesto dal Documento di Consultazione – seppure a titolo meramente esemplificativo – di indicare le "*modalità di negoziazione su secondario, ivi incluse le metodologie impiegate per la determinazione del prezzo*".

A tal riguardo, si chiede a Codesta Spettabile Commissione di chiarire l'esatta portata dell'indicazione relativa alle metodologie impiegate per la determinazione del prezzo nell'ambito delle negoziazioni sul mercato secondario.

3. Indicazione degli "oneri c.d. espliciti" e degli "oneri fiscali"

Con riferimento alle informazioni relative al prezzo e ai costi del prodotto, il Documento di Consultazione richiede di fornire "*separata evidenza anche di quegli oneri c.d. "espliciti" (ad esempio commissioni di sottoscrizione/collocamento, "costi di uscita", così connessi a transazioni in valuta estera, oneri fiscali, etc.), il cui pagamento è dovuto dal cliente in aggiunta al prezzo del prodotto*".

A tal riguardo, si rileva che, come da prassi di mercato, le commissioni di sottoscrizione/collocamento vengono normalmente direttamente incluse nel prezzo di offerta dello strumento finanziario e con riferimento agli altri "*oneri c.d. espliciti*", a parere della scrivente Associazione, appare difficile, nel contesto di una scheda prodotto rivolta a tutti i potenziali investitori/clienti, indicare tali oneri, il cui ammontare risulta inevitabilmente legato alla tipologia di servizio di investimento prestato dall'intermediario in favore del singolo investitore e alle relative condizioni contrattuali liberamente pattuite con il medesimo in relazione all'entità delle commissioni.



Inoltre, deve evidenziarsi che, con riferimento all'indicazione degli "oneri fiscali" gravanti sull'investitore, vi è un'assoluta impossibilità dell'intermediario di indicare tutti gli specifici oneri fiscali eventualmente applicabili in relazione all'investimento. Ciò in quanto gli oneri fiscali applicabili, per loro stessa natura, dipendono non soltanto dalle caratteristiche del prodotto distribuito, ma anche – e soprattutto – dalle condizioni personali di ciascun singolo investitore.

4. Aggiornamento delle informazioni

Il Documento di Consultazione richiede che *"i dati e le informazioni fornite agli investitori devono essere aggiornati"*.

La scheda prodotto, come indicato nello stesso Documento di Consultazione, avrebbe la finalità di *"contribuire alla più chiara ed efficace rappresentazione alla clientela, prima del compimento di ogni transazione, delle caratteristiche principali del prodotto finanziario specifico oggetto di investimento"*.

Ciò premesso, considerato che l'utilità della scheda prodotto sembra esaurirsi nel momento in cui l'investitore compie la relativa operazione, non si comprende l'esatta portata dell'indicazione *"i dati e le informazioni fornite agli investitori devono essere aggiornati"*, indicando in quali casi le informazioni contenute in una "scheda prodotto" dovrebbero essere aggiornate e a quale soggetto tale "rinnovata" scheda prodotto dovrebbe essere consegnata.

Si richiamano infine le indicazioni in premessa relative alle difficoltà interpretative e applicative scaturenti dall'analogo generico dovere di aggiornamento previsto dalla disciplina PRIIPs.

* * *

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

L'intervento di Codesta Spettabile Commissione attraverso lo strumento della consultazione si inserisce nel solco della rinnovata e generale attenzione circa i presidi di trasparenza informativa sulle caratteristiche principali e sui rischi connessi agli investimenti.

La lunga gestazione della normativa PRIIPs e dei *Relativi Technical Standards* e, in tempi meno recenti, l'esperienza italiana maturata in relazione alla "scheda prodotto" di cui alla Comunicazione CONSOB del 2 marzo 2009, n. 9019104, insegnano che in questo ambito la "semplificazione non è semplice" e la definizione di nuovi presidi di trasparenza richiede tempi e risorse significative.

L'ACEPI segnala sin d'ora la propria disponibilità alla partecipazione a eventuali tavoli di lavoro tecnici di confronto al riguardo.

Rimaniamo inoltre a disposizione per qualsiasi chiarimento riteneste opportuno in relazione al presente documento. A tal fine riportiamo di seguito i contatti di riferimento:

Dario Savoia (Presidente ACEPI)

T +39 02 72471

E dario.savoia@acepi.it



Paola Leocani (Partner White&Case)

T +39 02 00688 350

E paola.leocani@whitecase.com

* * *

Con osservanza.

Associazione Italiana Certificates & Prodotti d'Investimento - ACEPI

A handwritten signature in blue ink, appearing to read "Dario Sestini", with a horizontal line extending to the right.

Il Presidente