



Spett.le
CONSOB
Divisione Strategie Regolamentari
Via G. B. Martini, n. 3
00198, ROMA

Milano, 21 agosto 2017

COMMENTI AL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE CONCERNENTE MODIFICHE AL REGOLAMENTO INTERMEDIARI RELATIVAMENTE ALLE DISPOSIZIONI PER LA PROTEZIONE DEGLI INVESTITORI E ALLE COMPETENZE E CONOSCENZE RICHIESTE AL PERSONALE DEGLI INTERMEDIARI, IN RECEPIMENTO DELLA DIRETTIVA 2014/65/UE (MIFID II) PUBBLICATO DALLA CONSOB IL 6 LUGLIO 2017 (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 temi cruciali per tutti gli attori di mercato nel contesto del recepimento delle previsioni e misure di cui alla MiFiD II e alla MiFIR e, in particolare, l'informativa all'investitore, la *product governance* e la ricerca in materia d'investimenti.

* * *

OSSERVAZIONI

1. Interazione tra

(A) l'informativa dovuta dagli intermediari ai propri clienti ai sensi dell'articolo 24, paragrafo 4, della Direttiva 2014/65/UE e relative misure implementative,

(B) documento contenente le informazioni chiave (KID) ai sensi della normativa sui prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (PRIIPs), ove predisposto, e

(C) "scheda prodotto" di cui alla Comunicazione 2 marzo 2009, n. 9019104 sui prodotti finanziari illiquidi

Preliminarmente si segnala che l'ACEPI condivide integralmente la sostanza dei "Principi Guida" dell'informativa agli investitori delineati nel Documento di Consultazione avendo l'ACEPI 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 fornire una corretta informazione sui prodotti finanziari ai propri clienti, per consentire a questi ultimi di pervenire a un fondato giudizio sulle caratteristiche dei prodotti finanziari e sull'opportunità dell'investimento.



Allo stesso tempo, alla luce dell'esperienza maturata e delle analisi svolte, nonché sulla base dei contributi tecnici da noi forniti in varie sedi (da ultimo, alle ESAs come membro del Comitato degli Esperti per la definizione dei *Regulatory Technical Standards* del KIID), l'ACEPI ritiene che la "sfida della disclosure efficace" si giochi non solo sul terreno dei principi guida, ma 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.

1.1 L'articolo 48 del Regolamento Delegato

La bozza di Documento di Consultazione prevede l'abrogazione degli articoli da 28 a 36 del testo vigente del Regolamento Intermediari e la sostituzione degli stessi con la disciplina UE di diretta applicazione di cui agli articoli 44 e seguenti del Regolamento Delegato (UE) 2017/565 (il **Regolamento Delegato**).

In particolare:

1) l'articolo 48 del Regolamento Delegato sostituisce l'articolo 31 del testo vigente di Regolamento Intermediari, prevedendo che gli intermediari forniscano ai clienti o potenziali clienti, in tempo utile prima della prestazione di un servizio di investimento o servizio accessorio, con riferimento al tipo specifico di strumento finanziario interessato, in aggiunta alle informazioni già previste dal citato articolo 31, ove pertinenti:

- (i) la descrizione dei rischi associati all'insolvenza dell'emittente o a eventi connessi, come il salvataggio con risorse interne (*bail-in*);
- (ii) la descrizione degli ostacoli o delle limitazioni al disinvestimento, per esempio nel caso di strumenti finanziari illiquidi o di strumenti finanziari con investimento a termine fisso, inclusa una presentazione dei possibili metodi di uscita e delle conseguenze di tale uscita, degli eventuali vincoli e dell'arco temporale stimato per la vendita degli strumenti finanziari prima di poter recuperare i costi iniziali dell'operazione in tale tipologia di strumenti finanziari;
- (iii) informazioni sull'ambito di applicazione e sulla natura della garanzia o del meccanismo di protezione del capitale contemplati dallo strumento finanziario, siano essi forniti dallo stesso intermediario o da un soggetto terzo.

Si noti tuttavia che le informazioni di cui alle lettere (i) e (ii) erano già state oggetto in vigenza del regime *ex MiFID I* di due comunicazioni CONSOB, rispettivamente, la Comunicazione n. 0090430 del 24 novembre 2015, adottata a seguito dell'entrata in vigore dei decreti legislativi di recepimento della direttiva 2014/59/UE (c.d. *Banking Resolution and Recovery Directive – BRRD*), e la Comunicazione n. 9019104 del 2 marzo 2009 sul dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi.



Alla luce dell'analisi del rapporto tra le suddette norme e della formulazione dell'articolo 48 del Regolamento Delegato che, analogamente all'articolo 31 del testo vigente di Regolamento Intermediari, fa riferimento al *"tipo specifico di strumento"*, **ACEPI ritiene che l'informativa di cui al suddetto articolo 48 sia di carattere generale e possa essere fornita al cliente in un momento iniziale della relazione tra intermediario e cliente, i.e., nell'informativa precontrattuale.**

In tal senso depone anche il Considerando 84 della MIFID II ai sensi del quale la direttiva *"non dovrebbe obbligare le imprese di investimento a fornire immediatamente e nello stesso tempo tutte le informazioni richieste circa l'impresa di investimento, gli strumenti finanziari, i costi e gli oneri connessi o la tutela degli strumenti finanziari o dei fondi della clientela, purché esse rispettino l'obbligo generale di fornire le informazioni rilevanti in tempo utile prima del termine specificato nella presente direttiva. Purché le informazioni siano comunicate al cliente in tempo utile prima della prestazione del servizio, la presente direttiva non obbliga le imprese né a fornirle separatamente, né a incorporarle nel contratto con il cliente"*.

Alla luce di quanto sopra, si chiede per mero scrupolo di chiarezza, di voler confermare la correttezza di tale interpretazione.

1.2 L'articolo 50 del Regolamento Delegato

L'articolo 50 del Regolamento Delegato sostituisce l'articolo 32 del testo vigente di Regolamento Intermediari, prevedendo, *inter alia*, l'obbligo a carico degli intermediari di fornire *ex ante* e *ex post* ai propri clienti un'informativa dettagliata sui costi e sugli oneri connessi agli strumenti finanziari in relazione ai quali viene effettuata ciascuna operazione.

Tale informativa appare riferirsi ai singoli strumenti finanziari oggetto di operazioni e, pertanto, appare dovuta *ad hoc* nel momento in cui l'intermediario presta il servizio finanziario in relazione al singolo strumento. Con particolare riferimento alle informazioni da comunicare ai clienti *retail*, ACEPI ritiene che, ove lo strumento si qualifichi come PRIIP e quindi sia stato redatto il relativo KID, tale informativa appare *ultronea*, o comunque dovrebbe essere limitata esclusivamente alle informazioni non già incluse nel KID.

Al riguardo, la scrivente Associazione rileva che occorre considerare la normativa in materia di PRIIPs, il cui intento primario è quello di scongiurare il proliferare in modo esponenziale delle informazioni disponibili messe a disposizione mediante svariati "veicoli" informativi. Tale fenomeno, infatti, ingenera confusione nell'investitore, vanificando i principi e gli obiettivi di protezione dello stesso, alla base dell'intera normativa comunitaria (e domestica) di settore.

Osserva il Considerando 3 del Regolamento (UE) n. 1286/2014 che *"l'esistenza di regole diverse sui PRIIPs, che variano in funzione del settore dal quale provengono i PRIIPs e le differenze tra le varie normative nazionali, crea condizioni di concorrenza eterogenee tra i vari prodotti e canali di distribuzione, determinando ulteriori ostacoli alla creazione di un mercato interno dei servizi e prodotti finanziari. Per porre rimedio alle lacune riscontrate nelle misure di tutela degli investitori, gli Stati membri hanno finora adottato misure divergenti e non coordinate ed è probabile che continuino a farlo. Approcci divergenti in materia di informazioni relative ai PRIIPs ostacolano l'instaurazione di condizioni di concorrenza omogenee tra i vari ideatori dei PRIIPs, nonché tra coloro che forniscono consulenza su tali prodotti o li vendono, cosa che falsa la concorrenza e crea inoltre un livello diseguale di tutela degli investitori all'interno dell'Unione. Tali divergenze costituiscono un ostacolo all'instaurazione e al buon funzionamento del mercato interno"*.

Il successivo Considerando 4 precisa che *"per evitare divergenze è necessario stabilire a livello dell'Unione norme uniformi in materia di trasparenza che si applichino a tutti i partecipanti al mercato dei PRIIPs, al fine*



di rafforzare la protezione degli investitori. Per garantire che le regole comuni per i documenti contenenti le informazioni chiave siano stabilite in modo tale da poter armonizzare il formato e il contenuto di tali documenti, è necessario un regolamento. L'applicabilità diretta delle norme di un regolamento dovrebbe garantire che tutti coloro che forniscono consulenza sui PRIIPs o vendono tali prodotti siano soggetti a obblighi uniformi in relazione alla trasmissione del documento contenente le informazioni chiave agli investitori al dettaglio”.

Ne deriva che la potenziale coesistenza tra KID e documenti informativi ulteriori rispetto a quelli specificamente richiesti dalla normativa comunitaria (*i.e.*, documento ex articolo 50 del Regolamento Delegato) si sostanzierebbe in una serie di inefficienze e rischi quali (i) confusione e riduzione dell'attenzione negli investitori, (ii) assenza di standardizzazione e comparabilità delle informazioni relative agli strumenti, (iii) creazione di condizioni di concorrenza eterogenee tra i vari prodotti e ostacoli alla creazione di un mercato interno dei servizi e dei prodotti finanziari, e (iv) difficoltà interpretative e applicative in tema di obblighi degli intermediari.

Questo rischio è particolarmente concreto laddove i documenti abbiano contenuto e impostazione analoga, come nel caso del documento *ad hoc* ex articolo 50 del Regolamento Delegato e del KID.

Proprio al fine di scongiurare tale rischio di duplicazione e confusione, in Germania il legislatore ha espressamente previsto (ai sensi del *Zweites Finanzmarktnovellierungsgesetz* (FiMaNoG), articolo 64 (2)), l'abolizione dell'attuale equivalente tedesco della “scheda prodotto” (il cosiddetto “PIB” “*Produktinformationsblätter*”) in vista dell'entrata in vigore della disciplina PRIIPS, in tutti i casi in cui sussiste l'obbligo di redazione di un KID.

Alla luce di quanto sopra, si deduce che la Comunicazione 2 marzo 2009, n. 9019104 sui prodotti finanziari illiquidi sia in sostanza ampiamente superata dal dettato normativo comunitario e dal nuovo Regolamento Intermediari e che, pertanto, l'informativa che tale comunicazione raccomandava di includere nella “scheda prodotto” relativa ai singoli strumenti finanziari oggetto di operazioni¹ debba ritenersi già inclusa nell'informativa pre-contrattuale, *in primis*, e nei KID, ove predisposti in relazione ai singoli prodotti. Gli ulteriori elementi di informazione ex articolo 50 del Regolamento Delegato saranno, invece, contenuti in un documento separato.

Al fine di dissipare le incertezze interpretative ed evitare difformità di approccio tra gli intermediari operanti sul mercato italiano, la scrivente Associazione auspica che Codesta Spettabile Commissione possa confermare la correttezza e coerenza dell'approccio interpretativo quivi esposto in merito al coordinamento delle norme comunitarie e domestiche, anche pre-esistenti, in tema di informativa da parte degli intermediari.

2. *Product governance* ex MiFID II e Comunicazione n. 0097996 del 22 dicembre 2014 sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti *retail*

Come noto la MiFID II e le relative misure implementative hanno delineato un ampio complesso di regole di *product governance* che prevedono obblighi stringenti per intermediari produttori e intermediari distributori.

Tale complesso di norme, recepito nella nuova bozza di Regolamento Intermediari mediante l'introduzione di un apposito Titolo, risulta chiaro, non fuorviante e sufficiente a realizzare gli obiettivi sottesi a tale



normativa di protezione degli investitori nel corso dell'intero "ciclo" dei prodotti finanziari, nell'ottica di evitare disallineamenti negli approcci adottati nei vari paesi europei con riferimento alla valutazione del *target market* di riferimento.

Appare, quindi, evidente che il *target market*, individuato sulla base di presidi adottati dall'intermediario in linea con la normativa MiFID II, non possa essere declinato diversamente nei vari paesi europei al fine di "garantire che tali prodotti siano concepiti per rispondere alle esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali all'interno della pertinente categoria di clienti".²

In tale contesto, e a seguito dell'effettiva adozione da parte degli intermediari di tutte le misure e i provvedimenti richiesti dalla MiFID II in tema di *product governance*, l'ACEPI ritiene che le raccomandazioni ed opinioni al riguardo emanate in vigore della MiFID I, e volte ad aumentare gli standard di *compliance* delle regole di condotta in tema di *product governance* previsti dalla MiFID I, siano da ritenersi ormai o sostituite oppure non applicabili *sic et simpliciter*.³

Ci si riferisce in particolare alla **Comunicazione CONSOB sulla distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti retail, che dovrebbe intendersi ormai ampiamente superata.**

Tale Comunicazione, che ha comunque avuto il pregio di anticipare alcuni temi della MiFID II, richiedendo misure e presidi rafforzati con riferimento a prodotti c.d. complessi, appare per molti versi anche inconciliabile sia con il mutato quadro normativo, con l'assetto organizzativo ed i processi che gli intermediari adottano ai sensi della MiFID II, e con le Linee Guida ESMA sull'identificazione del cosiddetto "target market".

Una diversa interpretazione contraddirebbe anche lo scopo primario del legislatore europeo di assicurare tramite la MiFID II un alto grado di armonizzazione, necessario per poter offrire agli investitori un elevato livello di protezione e consentire alle imprese di investimento di prestare servizi in tutta l'Unione in condizioni di *level playing field*.

La *product governance* e la commercializzazione di prodotti d'investimento aventi caratteristiche di complessità nei confronti di clientela *retail* rappresentano peraltro una delle aree in cui la normativa comunitaria e l'ESMA sono intervenute in maniera più incisiva. Conseguentemente si noti che mentre specifici poteri di "product intervention" sono attribuiti alle autorità nazionali dalla MiFID II (in presenza di taluni presupposti), non è invece previsto in ambito MiFID II il potere delle autorità nazionali di adottare raccomandazioni preventive con caratteri di generalità e astrattezza riguardo ai prodotti "complessi", anche al fine di evitare una situazione di disparità nazionale nel contesto comunitario.

Si osserva infine che, a fronte di un'accezione amplissima a livello comunitario di "prodotto complesso" (quale quella dell'ESMA opinion "MiFID practices for firms selling complex products" del 7 febbraio 2014), l'individuazione a livello nazionale di specifici prodotti con variegati gradi di "complessità", ove non sia fondata su criteri oggettivi e "normativi" di matrice comunitaria, inevitabilmente porta gli intermediari a scelte applicative discrezionali e finanche arbitrarie e facilmente suscettibili di diverse interpretazioni.

² Cfr. Considerando 71 della MiFID II.

³ Del resto tale Comunicazione si inseriva nell'alveo di pareri ESMA sulle migliori pratiche applicative della direttiva 2004/39/CE (es l' "Opinion recante "MiFID practices for firms selling complex products"); per espresso dettato della MiFID II "la direttiva 2004/39/CE è ora in parte rifiuta nella presente direttiva e in parte sostituita dal regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio" (Cfr. Considerando 7 della MiFID II).



3. Ricerca sugli investimenti ex MiFID II

Ai sensi dell'articolo 52- *ter*, comma 3, lettera (c) del nuovo testo del Regolamento Intermediari in consultazione, si considera “beneficio non monetario minore accettabile” la “partecipazione a convegni, seminari ed altri eventi formativi sui vantaggi e le caratteristiche di un determinato strumento finanziario o di un servizio d’investimento”.

Come sopra citato, ACEPI e i suoi associati promuovono attività di educazione finanziaria ed organizzano spesso convegni e seminari di tale natura e/o (nel caso degli Associati) di natura promozionale di specifici strumenti finanziari, con differenti modalità che ci appaiono di per sé rientrare nella categoria di esenzioni di cui al su citato articolo 52- *ter*, comma 3 lettera (c).

In tale contesto si chiede a Codesta Spettabile Commissione di confermare che i seminari volti, in tutto o in parte, a promuovere determinati strumenti finanziari, anche laddove prevedano la partecipazione di economisti o altri esperti del settore finanziario che menzionino scenari macroeconomici rientrino nell’esenzione di cui all’articolo 52- *ter*, comma 3 lettera (c) su richiamato. In generale, si chiede a Codesta Spettabile Commissione di avvalersi dell’opzione riconosciuta agli Stati membri dall’art. 12(3)(e) della Direttiva Delegata UE/2017/593 di individuare altri benefici non monetari ammissibili e di estenderli quanto meno a tutti i casi previsti negli altri ordinamenti dei paesi UE.

In questa direzione si chiede di intanto di confermare, come già chiarito in sede ESMA⁴ ovvero FCA⁵ ed AMF⁶, che possano essere considerati benefici non monetari minori:

- (i) il materiale *pre-deal*, commissionato da potenziali emittenti e prodotto dalle imprese di investimento che prestano in loro favore il servizio di collocamento, purché sia chiara la natura del materiale e questo sia messo a disposizione di ogni potenziale investitore;
- (ii) la ricerca su un titolo sponsorizzata dall’emittente, purché sia fornita anche alle altre imprese di investimento o sia resa pubblica;
- (iii) il materiale o servizi non approfonditi costituiti da un commento su un mercato a breve termine sulle ultime statistiche economiche o sui risultati societari;
- (iv) documenti che ripetano o sintetizzino notizie di dominio pubblico o informazioni pubblicamente rese da un emittente;
- (v) il materiale o servizi non approfonditi costituiti da informazioni sulle pubblicazioni o eventi futuri fornite da terzi e che contengono solo un breve sunto della propria opinione su tali informazioni che non sono fondate né includono analisi approfondite, come ad esempio nei casi in cui semplicemente ribadiscono una visione basata su una raccomandazione esistente o su materiale o servizi di ricerca approfonditi;
- (vi) i *road-show* organizzati dall’emittente per supportare la raccolta di capitale;
- (vii) la ricerca liberamente accessibile ai potenziali investitori o al pubblico;⁷

⁴ Cfr. Questions and Answers on MiFID II and MiFIR investor protection topics.

⁵ Cfr. PS17/14: MiFID II implementation – Policy Statement II , part 7 and 15.

⁶ Cfr. New rules for the funding of research: the AMF publishes an explanatory guide published on July 28, 2017.



(viii) l'analisi macro-economica qualora sia generica per sua natura, ovvero sia accessibile a tutti i potenziali investitori (anche nell'ambito di seminari *ad hoc*) o al pubblico⁸.

* * *

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

In considerazione dell'impatto notevole di Mifid II sull'attività degli intermediari e dei ritardi nell'implementazione della corrispondente normativa italiana, si richiede a Codesta Spettabile Commissione l'introduzione di **una fase transitoria di sei mesi** per la graduale entrata in vigore delle nuove disposizioni (così come proposto dalla Commissione VI Finanze in sede di rilascio di parere al Governo sullo schema di decreto legislativo recante modifiche al TUF).

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 il contatto di riferimento:

Dario Savoia (Presidente ACEPI)

T +39 02 72471

E dario.savoia@acepi.it

* * *

Con osservanza,

Associazione Italiana Certificates & Prodotti d'Investimento - ACEPI

Il Presidente

⁷ Infatti l'accessibilità a tutti i potenziali investitori o comunque pubblicamente disponibile impedirebbe di fatto l'insorgenza stessa di ogni conflitto di interesse e costituirebbe un beneficio di portata e natura tale per cui sia improbabile che pregiudichi l'osservanza del dovere dell'impresa di agire nel migliore interesse del cliente.

⁸ Cfr. nota 7.