

Aprile 2017

## **Il Regolamento PRIIPs, i nuovi RTS e il recepimento in Italia con il D. Lgs. 224/2016**

*Avv. Fabrizio Cascinelli e Dott. Francesco Paolo Sasso, PwC Tax and Legal Services*

**Sommario:** - 1. Il Regolamento (UE) n. 1286/2014 e la sofferta adozione degli RTS; - 2. I PRIIPs. Strumenti finanziari compresi nella definizione e obblighi dei destinatari; - 2.1. Gli ideatori di PRIIPs (*i.e.* manufacturers) e i distributori – 2.2. *Il Key Information Document (“KID”) e le sue sezioni* - 3. Focus sui Regulatory Technical Standards della Commissione (c.d. RTS) e relativi aspetti chiave - 3.1. Il KID dei prodotti multioption (c.d. MOPs) - 3.2. La rappresentazione dei costi. I costi di transazione - 4. Adeguamento della disciplina nazionale al regolamento PRIIPs. Il decreto legislativo n. 224 del 14 novembre 2016; - 5. Conclusioni.

### **1. Il Regolamento (UE) n. 1286/2014 (di seguito, “Regolamento PRIIPs” o il “Regolamento”) e la sofferta adozione degli RTS**

Il Regolamento PRIIPs può essere considerato parte di un gruppo di misure legislative di emanazione europea (*i.e.* MiFID II, IDD) finalizzate a ristabilire la fiducia dei risparmiatori nei mercati finanziari, introducendo norme volte ad assicurare una maggiore e soprattutto “migliore” trasparenza informativa a protezione degli investitori.

La maggiore novità introdotta dal Regolamento PRIIPs è costituita dall’obbligo di redazione di un documento contenente le cc.dd. “informazioni chiave del prodotto” (*Key Information Document, di seguito “KID”*), ideato al fine di fornire informazioni rispetto agli investimenti sottostanti, ai rischi e ai costi associati al prodotto stesso.

Uno dei principali aspetti che il Regolamento mira a regolare è la disparità di trattamento attualmente riscontrabile a livello UE per i prodotti compresi nella nozione di PRIIP, per quanto riguarda le informazioni fornite alla clientela, che non agevola gli investitori al dettaglio a confrontare i diversi prodotti e a comprenderne le caratteristiche essenziali.

Proprio per tali motivazioni, la disciplina inclusa nel Regolamento in materia di comunicazione di informazioni chiave sui PRIIP è da intendersi come esaustiva e soggetta a divieto di eventuali sovrapposizioni normative effettuate dagli Stati Membri

(c.d. *goldplating*). Il Regolamento, infatti, demanda agli Stati membri le disposizioni di attuazione solo su specifiche materie, tra cui la designazione delle Autorità competenti a livello nazionale a vigilare sul rispetto degli obblighi imposti dal Regolamento.

Come noto, il Regolamento PRIIPs avrebbe dovuto trovare applicazione il 31 dicembre 2016, tuttavia è ormai da tempo ufficiale lo slittamento di 12 mesi del termine di applicazione al 1° Gennaio 2018.

In particolare, il 14 settembre 2016, il Parlamento Europeo, riunito in seduta plenaria, ha respinto il progetto di Regolamento della Commissione europea, pubblicato lo scorso 30 giugno 2016 recante norme tecniche di regolamentazione (c.d. *Regulatory Technical Standards*), poiché ritenuto fuorviante e imperfetto; conseguentemente il testo del progetto di regolamento è stato rinviato alla Commissione europea per una revisione.

Le principali obiezioni sollevate dal Parlamento Europeo riguardavano, *inter alia*, (i) incertezze legate al trattamento dei prodotti che consentono opzioni multiple di investimento (anche in considerazione, per quei PRIIPs che investono in OICVM, dell'esplicita esenzione dall'obbligo di redazione del KID concessa a questi ultimi ai sensi dell'articolo 32 del Regolamento); (ii) la non accuratezza degli scenari di *performance* in quanto non è sufficientemente chiara la possibilità di perdere denaro anche durante il periodo di detenzione raccomandato; e (iii) la mancanza di orientamenti dettagliati sulle "segnalazioni di comprensibilità".

La vicenda occorsa ha messo in luce una lacuna nella normativa europea: non sono previste disposizioni specifiche in merito alla procedura di revisione degli RTS in caso di rifiuto (né esistono casi analoghi precedenti). A seguito delle obiezioni sollevate, pertanto, previo parere favorevole della Commissione e degli Stati membri, il 23 dicembre 2016 è stato pubblicato il Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio n. 2016/2340 che, modificando l'articolo 34 del Regolamento PRIIPs, ha posticipato al 1° Gennaio 2018 l'applicabilità delle norme del Regolamento stesso.

Lo scorso 8 marzo, la Commissione europea ha pubblicato un nuovo progetto di RTS che sostituisce quello presentato dalla Commissione europea il 30 giugno 2016, in merito al quale il Parlamento europeo, con atto ufficiale della seduta plenaria dello scorso 5 Aprile, ha deciso di non sollevare obiezioni.

Il 2018 sarà, quindi, un anno cruciale per la regolamentazione dei mercati finanziari europei, considerata anche l'entrata in vigore delle Direttive MiFID II (anch'essa posticipata nel corso del 2016) e della nuova Direttiva Europea sulla distribuzione assicurativa (Direttiva (UE) 2016/97, c.d. IDD).

## 2. I PRIIPs. Strumenti finanziari compresi nella definizione e obblighi dei destinatari

PRIIPs è l'acronimo di *packaged retail investment and insurance-based investment products* (“prodotti d’investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati”). Pertanto, rientrano in tale definizione tutti i prodotti, indipendentemente dalla loro forma o struttura, ideati dall’industria dei servizi finanziari per offrire opportunità di investimento agli investitori al dettaglio e per i quali l’importo dovuto all’investitore è soggetto a fluttuazioni a causa dell’esposizione ai valori di riferimento o soggetti al rendimento di una o più attività che non sono acquistate direttamente dall’investitore al dettaglio.

In particolare, rientrano nella definizione di PRIIP prodotti come obbligazioni, derivati, prodotti strutturati, ma anche i prodotti assicurativi che presentano una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato (come ad esempio le polizze *unit linked* e multi-ramo).

Non rientrano, invece, nel campo d’applicazione del Regolamento: i prodotti assicurativi non vita, i contratti assicurativi vita (qualora le prestazioni previste dal contratto siano dovute soltanto in caso di decesso o per incapacità dovuta a lesione, malattia o infermità), i depositi esposti ai soli tassi di interesse, le attività detenute direttamente, quali azioni di società o obbligazioni sovrane, i fondi d’investimento destinati agli investitori istituzionali e i prodotti pensionistici individuali e professionali o aziendali, riconosciuti dal diritto nazionale, aventi lo scopo precipuo di offrire all’investitore un reddito durante la pensione.

Per quanto riguarda i principali obblighi, il Regolamento prevede regole uniformi su:

- i) il formato e il contenuto del documento contenente le informazioni chiave (*Key Information Document - KID*) che deve essere redatto dai *manufacturers* di prodotti d’investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (c.d. PRIIPs);
- ii) gli obblighi di redazione e consegna di tale documento agli investitori al dettaglio al fine di consentire loro di comprendere e raffrontare le caratteristiche e i rischi chiave dei PRIIP;
- iii) i poteri di monitoraggio sul mercato dei prodotti di investimento assicurativi commercializzati, distribuiti o venduti nell’Unione;
- iv) procedure di reclamo, ricorso, cooperazione e supervisione;
- v) sanzioni amministrative e altre misure amministrative.

## 2.1. Gli ideatori (i.e. manufacturers) dei PRIIPs e i distributori

Il KID deve essere redatto dal soggetto ideatore del prodotto, il quale risponde dell'accuratezza (i.e. dell'esattezza, della coerenza e della natura non fuorviante) delle informazioni contenute nel KID. Agli investitori viene attribuito il diritto al risarcimento per i danni derivanti dalla mancata ottemperanza, da parte dell'ideatore del prodotto, degli obblighi del Regolamento PRIIPs, e specificamente qualora le informazioni non siano corrette, chiare e non fuorvianti, ma anche nel caso in cui non siano conformi alle informazioni presenti in altra documentazione d'offerta.

Gli intermediari distributori di PRIIPs (inclusi coloro che prestano consulenza) hanno l'obbligo di consegnare il KID in tempo utile per poter permettere al cliente di prendere una decisione consapevole relativa all'acquisto di un PRIIP, potendo anche confrontare diversi prodotti. A tal riguardo, questi soggetti possono essere responsabili, solo per il mancato rispetto di obblighi relativi alla distribuzione e non per il contenuto del KID.

Sul punto, si segnala che la stessa definizione di ideatore di PRIIPs, prevista dal Regolamento, suscita alcune perplessità: infatti, è considerato ideatore anche “un soggetto che apporta modifiche a un PRIIP esistente anche, ma non soltanto, modificandone il profilo di rischio e di rendimento o i costi associati ad un investimento del PRIIP”.<sup>1</sup> Ciò posto, è evidente che tale definizione potrebbe sollevare diverse problematiche in relazione, ad esempio, a quei prodotti che prevedono innumerevoli opzioni di investimento sottostanti che possono incidere in maniera sostanziale sul profilo anche di rischio del prodotto (si pensi ai prodotti finanziari assicurativi c.d. multi-option). In tali casi, infatti, il distributore contribuisce in maniera sostanziale a definire le caratteristiche finali del prodotto, anche in termini di costi, e a determinarne il profilo di rischio finale. Al riguardo, tuttavia, sembrerebbe più corretto ritenere che le modifiche al prodotto che possano far sorgere gli obblighi del *manufacturer* in capo al *distributor* non siano quelle che riguardano scelte di investimento predeterminate dal produttore ma quelle che abbiano ad oggetto l'assemblaggio di nuovi prodotti attingendo da diversi componenti di altri prodotti (come è il caso ad esempio dei prodotti c.d. *wrapper* presenti su mercati esteri). A tal proposito, in relazione ai prodotti assicurativi finanziari, sarà opportuno anche attendere l'emanazione delle misure di secondo livello previste dalla Direttiva IDD<sup>2</sup>, che consentiranno di meglio comprendere la nozione di *manufacturer de facto* introdotta, sulla base degli stessi principi sopra delineati, dalla medesima Direttiva.

---

<sup>1</sup> Articolo 4 numero 4) lettera b) del Regolamento PRIIPs

<sup>2</sup> A tal proposito si segnala che in data 1 Febbraio 2017, è stato pubblicato il Technical Advice dell'EIOPA sui possibili atti delegati della Commissione, nel quale sono specificati i casi in cui l'intermediario assicurativo riveste un ruolo decisivo nella strutturazione di un prodotto.

## 2.2. Il Key Information Document (“KID”) e le sue sezioni

Il documento contenente le informazioni chiave è un documento a sé stante, chiaramente separato dalla documentazione commerciale e facilmente rintracciabile anche sul sito internet del produttore. Deve essere elaborato dai *manufacturers* dei PRIIPs (gestori dei fondi, imprese di assicurazione, enti creditizi o imprese di investimento).

In buona sostanza, questo documento deve essere breve, scritto in modo conciso e in linguaggio non tecnico, in modo da essere comprensibile per l’investitore *retail*. Il KID costituirà parte integrante della documentazione precontrattuale e pertanto deve essere messo a disposizione degli investitori *retail* – anche attraverso il sito internet del *manufacturer* ovvero dei *distributors* – in *good time* prima della sottoscrizione, ovvero prima che gli investitori al dettaglio siano vincolati da qualsiasi contratto o offerta relativa al PRIIP.<sup>3</sup>

Il KID è un documento aggiuntivo rispetto alla documentazione precontrattuale già prevista per ciascuna tipologia di prodotto (prospetto, fascicolo informativo, nota di sintesi, scheda sintetica ecc.); in proposito, con specifico riferimento ai prodotti di investimento assicurativi (*i.e.* polizze Unit-linked), si rileva innanzitutto che potrebbe sussistere un rischio di sovrapposizione tra le informazioni fornite nel KID previsto dal Regolamento PRIIPs e l’ulteriore documentazione d’offerta previste dalla normativa CONSOB in applicazione della Direttiva 2003/71/CE<sup>4</sup> relativa al prospetto da pubblicare per l’offerta al pubblico o l’ammissione alla negoziazione degli strumenti finanziari (ad esempio le schede sintetiche). Per questo motivo, è auspicabile che la CONSOB preveda, in sede di recepimento del Regolamento, che le schede sintetiche facenti parte della documentazione di offerta dei prodotti di finanziari emessi dalle imprese di assicurazione (*i.e.* prodotti di cui ai rami vita III e V)<sup>5</sup>, siano sostituite dal KID.

È bene ricordare, infatti, che in un caso analogo la CONSOB aveva già adottato una decisione simile: dopo l’introduzione del *Key Investor Information Document* (KIID) effettuata dal Regolamento (UE) n. 583/2010 ed a seguito del recepimento in Italia della Direttiva 2009/65/CE (UCITS IV)<sup>6</sup>, la CONSOB ha previsto, infatti, nell’ambito delle modifiche del Regolamento Emittenti connesse al recepimento dell’anzidetta Direttiva, l’eliminazione dell’obbligo di redazione del “Prospetto Semplificato”.

<sup>3</sup> Cfr. Articolo 13 del Regolamento PRIIPs.

<sup>4</sup> Direttiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003 relativa al prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE

<sup>5</sup> Come definiti dall’articolo 1, comma 1, lettera *w-bis* del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF).

<sup>6</sup> Direttiva 2009/65/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio concernente il coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di taluni organismi d’investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM).

Il KID, come stabilito dall'articolo 8 del Regolamento, è un documento sintetico strutturato in 8 sezioni, rubricate sotto forma di domande al fine di rendere semplice e comprensibile il contenuto.

La prima sezione è quella relativa alle informazioni generali, nella quale è necessario specificare principalmente il nome del PRIIP assegnato dall'ideatore, la denominazione giuridica dell'ideatore del PRIIP insieme al sito web e il nome dell'Autorità competente responsabile della vigilanza sull'ideatore del PRIIP. Nella stessa sezione dovrà essere inserito, ove opportuno, un *disclaimer* relativo alla complessità o meno del prodotto.

A tal proposito, è opportuno evidenziare che il considerando (18) del Regolamento definisce alcuni criteri da seguire per stabilire la complessità o meno dei prodotti, ed allo stesso tempo anche la normativa di secondo livello attualmente in consultazione della Direttiva IDD, per scopi diversi delinea criteri per la valutazione della complessità dei prodotti di investimento a base assicurativa (*i.e.* IBIPs).

Secondo il testo del Regolamento, un prodotto dovrebbe essere considerato come non semplice e difficile da comprendere soprattutto se investe in attività sottostanti in cui di norma non investono gli investitori al dettaglio, se utilizza una serie di meccanismi diversi per calcolare il rendimento finale dell'investimento, creando un maggiore rischio di fraintendimenti da parte dell'investitore al dettaglio, se il rendimento dell'investimento sfrutta le inclinazioni comportamentali degli investitori, ad esempio offrendo un tasso «civetta» seguito da un tasso condizionale variabile ben più elevato.

Alla luce della previsione di tali criteri, sarà tuttavia necessario coordinare tali valutazioni sulla complessità del PRIIP anche sulla base della nota “Comunicazione CONSOB sui prodotti complessi” e delle relative *Questions & Answers*.<sup>7</sup>

Nella seconda sezione, intitolata “Cos'è questo prodotto?”, dovranno essere inserite le caratteristiche principali del PRIIP, ovvero la descrizione della forma giuridica, l'eventuale data di scadenza del PRIIP, un'indicazione dei mercati in cui investe il PRIIP, una descrizione del tipo di investitore al dettaglio a cui si intende commercializzare (*i.e.* Target Market) e nei casi in cui il PRIIP offra prestazioni assicurative, i dettagli di tali prestazioni, compresi gli eventi scatenanti. In aggiunta, in questa stessa sezione, dovranno essere inserite le informazioni che identificano i principali fattori da cui dipende il rendimento, le attività di investimento o i valori di riferimento sottostanti e le modalità di determinazione del rendimento, nonché il rapporto tra il rendimento del PRIIP e quello delle attività di investimento o dei valori di riferimento sottostanti.

Novità importante rispetto al documento relativo agli OICVM è l'obbligo di inserire la descrizione del tipo di investitore al dettaglio a cui si intende commercializzare il PRIIP. Come noto, il concetto di Target Market è stato introdotto dalla Direttiva MiFID II

---

<sup>7</sup> Comunicazione Consob 0097996/14 del 22 Dicembre 2014.

nell'ambito delle disposizioni in materia di governo e controllo del prodotto (*i.e. Product Oversight Governance*) ed è stato ripreso anche dalla Direttiva IDD relativa alla distribuzione dei prodotti assicurativi. Ciò posto, è ragionevole ritenere che, per quanto riguarda i PRIIPs di tipo assicurativo, i criteri da utilizzare per l'individuazione del Target Market debbano tenere in conto quanto specificato nelle Linee guida EIOPA relative alla *Product Oversight Governance* pubblicate a giugno 2016<sup>8</sup> in connessione con la Direttiva IDD. Di converso, per le altre tipologie di PRIIPs non assicurativi si dovrebbero utilizzare i criteri per la determinazione del Target Market definiti ai sensi della Direttiva MiFID II e dalle relative misure di implementazione. Tuttavia, per quanto riguarda i PRIIPs assicurativi (o *IBIPs, Insurance Based Investment Products* utilizzando la terminologia introdotta dalla MiFID 2 e ripresa dalla IDD), è auspicabile un maggiore allineamento delle regole di *product oversight governance* previste in ambito assicurativo (IDD e misure emanate da EIOPA) con quelle in corso di definizione nel settore finanziario (MiFID 2 ed ESMA). Alla luce infatti della natura finanziaria di questi prodotti e del relativo canale distributivo, costituito prevalentemente da intermediari soggetti alle disposizioni della MiFID 2 (anche in termini di *product governance* e Target Market), un sensibile disallineamento tra le due normative potrebbe rendere più difficile il loro efficace recepimento.

Nella sezione seguente, intitolata “Quali sono i rischi e qual è il potenziale rendimento?”, sarà necessario inserire una breve descrizione del profilo di rischio/rendimento del prodotto, comprendente un indicatore sintetico di rischio (tabella raffigurante una scala da 1 a 7), la massima perdita possibile e i possibili scenari di *performance*.

Il KID contiene anche una sezione dedicata alle informazioni sull'eventuale esistenza di un sistema di garanzia, il nome del garante o del gestore del sistema di indennizzo degli investitori, compresi i rischi coperti e i rischi non coperti. Il titolo di tale sezione è “Cosa accade in caso di insolvenza dell'ideatore del PRIIP?”.

La sezione relativa alla rappresentazione dei costi è caratterizzata dalla presenza di due tabelle: nella prima tabella vanno riportati i costi totali in forma sintetica in termini di importo, e il loro impatto, in termini percentuali, sul rendimento annuo (*RIY=Reduction in Yield*, cioè riduzione del rendimento), nella seconda invece vanno riportati tutti i costi suddivisi per tipologia (una tantum, costi correnti e oneri accessori).

Le ultime tre sezioni del documento sono dedicate all'indicazione del periodo minimo di detenzione richiesto o raccomandato, alla modalità di presentazione dei reclami relativi al PRIIP, al produttore e al distributore e ad altre informazioni rilevanti ovvero documenti aggiuntivi da fornire in fase *pre* e *post* contrattuale.

---

<sup>8</sup> EIOPA-BoS-16/071 IT: “Orientamenti preparatori sulle disposizioni in materia di governo e controllo di prodotto da parte delle imprese di assicurazione e dei distributori di prodotti assicurativi”.

### 3. Focus sui Regulatory Technical Standards (di seguito “RTS”) e relativi aspetti chiave

Il Regolamento PRIIPs, come altri atti normativi europei aventi un certo standard di complessità, ha delegato (cfr. art. 8 paragrafo 5) la Commissione europea, con la collaborazione del comitato congiunto delle Autorità Europee di Vigilanza (ESMA, EBA, EIOPA), ad emanare gli RTS, cioè norme tecniche di regolamentazione volte a garantire l’applicazione coerente del Regolamento ed a specificare (i) i dettagli della presentazione e il contenuto di ciascuno degli elementi informativi; (ii) la metodologia su cui si basa la presentazione del rischio e del rendimento, e (iii) la metodologia per il calcolo dei costi, compresa la descrizione degli indicatori sintetici.

Il Regolamento specifica chiaramente che le Autorità europee di vigilanza, nello sviluppare gli RTS, devono tenere conto dei vari tipi di PRIIPs, delle differenze fra di essi e delle capacità degli investitori al dettaglio, nonché delle caratteristiche dei PRIIPs in modo da consentire all’investitore al dettaglio di scegliere tra i diversi investimenti sottostanti o altre opzioni previste dal prodotto, in particolare qualora tale selezione possa essere effettuata in momenti diversi, o modificata in un secondo momento.

Come anticipato, il motivo principale per cui la Commissione europea ha deciso di rinviare di un anno il termine di applicazione del Regolamento PRIIPs è stata la mancata approvazione da parte del Parlamento Europeo (come detto non era mai accaduto) del testo degli RTS lo scorso 14 settembre 2016, il quale ha anche invitato la Commissione a riformulare alcune parti ritenute fuorvianti.

In particolare, il Parlamento ha ritenuto che fosse necessario riformulare gli articoli degli RTS relativi:

- alla forma e contenuto del KID nel caso dei prodotti c.d. *multi-option*, ossia quei prodotti che contengono diverse opzioni di investimento (tipicamente finanziari-assicurativi), con particolare riferimento alla presenza di opzioni di investimento in fondi UCITS e non-UCITS;
- alla metodologia di calcolo degli scenari attesi di performance che dovrebbe assicurare la rappresentazione delle perdite potenziali massime e l’eventuale circostanza che il prodotto abbia regolarmente subito perdite durante il periodo minimo d’investimento raccomandato mediante la presentazione di un 4° scenario;
- al corretto utilizzo nel KID del “*comprehension alert*”, ossia dell’avviso che il prodotto è di difficile comprensione, necessitando a tal fine la definizione di criteri uniformi in modo da assicurare un approccio comune nei singoli Stati Membri dell’Unione europea.



I nuovi RTS, adottati a seguito dell'*iter* sopra brevemente descritto, prevedono, *inter alia*, le seguenti modifiche rispetto alla precedente versione, che riguardano anche i punti critici messi in evidenza dal Parlamento Europeo:

- è stato chiarito che, se le opzioni di investimento di un PRIIP multi-option include un fondo UCITS o non-UCITS, l'ideatore del PRIIP potrà utilizzare le informazioni contenute nel KIID redatto ai sensi della Direttiva 2009/65/CE (UCITS IV) e del Regolamento Europeo 583/2010 al fine di predisporre il KID generico, ma anche il KID relativo alla singola opzione d'investimento sottostante;
- è stato introdotto uno scenario di *performance* aggiuntivo, ovvero uno "stress scenario", al fine di fornire agli investitori un quadro più chiaro e completo sull'andamento dell'investimento;
- è stata introdotta la possibilità di omettere il *disclaimer* relativo alla complessità del prodotto, qualora tale prodotto sia stato valutato non-complesso.

Nonostante la riformulazione degli RTS, molte associazioni di categoria e operatori del settore ritengono che permangano alcune incertezze. Tra le altre, l'abbandono della rappresentazione delle "past performances" (approccio seguito in relazione al KIID degli OICVM) in favore dei "future scenarios" è l'aspetto che ha suscitato e continua a suscitare più dubbi. A tal riguardo, l'aggiunta di un nuovo scenario di performance futuro (c.d. "stress scenario") offre la possibilità di valutare il prodotto in maniera più ampia, considerando anche condizioni di mercato particolarmente sfavorevoli, ma non è detto che sia idoneo a fornire all'investitore informazioni adeguate sulla vita del prodotto.

### 3.1. Il KID dei prodotti multioption (c.d. MOPs)

Uno degli aspetti che ha suscitato più dubbi, è quello relativo alla predisposizione del KID relativo a PRIIPs che offrono all'investitore al dettaglio diverse opzioni di investimento sottostanti. Il Regolamento prevede espressamente, al terzo comma dell'art. 6, la possibilità di inserire nel KID del PRIIP un rinvio a documentazione informativa precontrattuale più dettagliata relativa ai prodotti di investimento a cui si riferiscono le opzioni di investimento sottostanti. Il Final Draft dei *Regulatory Technical Standards* pubblicato lo scorso luglio prevedeva per il *manufacturer* del PRIIP due possibili alternative: (i) produrre tanti KID quante sono le opzioni di investimento sottostanti, oppure (ii) produrre un KID generico, contenente una descrizione generale del prodotto con uno specifico rinvio a documentazione contrattuale aggiuntiva, e una serie di allegati tecnici contenenti informazioni specifiche relative a rischi, performance e costi relativi ai sottostanti.

Nonostante la bontà delle intenzioni del legislatore europeo, non è difficile comprendere come entrambe le alternative possano generare un certo disorientamento negli investitori al dettaglio chiamati a visionare una quantità rilevante di documenti.

È opportuno ricordare, infatti, che alcune tipologie di PRIIPs (*i.e.* polizze *unit-linked* di ramo III, ovvero anche le multi-ramo) possono offrire numerose (anche centinaia) opzioni di investimento sottostanti che hanno profili di rischio, di performance e di costi tra loro differenziati. Le opzioni di investimento sottostanti possono essere investimenti in altri PRIIPs ovvero investimenti di natura simile, oppure portafogli standardizzati di investimenti sottostanti. A seconda della natura e del numero delle opzioni di investimento sottostanti, l'ideatore di PRIIP dovrebbe pertanto essere in grado, ove lo reputi opportuno, di redigere documenti contenenti le informazioni chiave differenziati per ciascuna opzione, che facciano riferimento anche alle caratteristiche del PRIIP.

Per ovviare in parte alle critiche mosse, l'ultima versione degli RTS ha introdotto la possibilità di utilizzare il KIID degli OICVM al fine di fornire informazioni relative alle opzioni di investimento sottostanti. Ciò da una parte può sembrare una valida semplificazione, dall'altra, tuttavia, suscita perplessità rispetto alla sua efficacia. È evidente, infatti, che il KIID è stato costruito con logiche fortemente diverse rispetto al KID (si pensi solo al fatto che il KIID indica le *past performances*, invece che le *performances* attese ed espone i costi non come riduzione del rendimento ma come voce *standalone*) e che sarà difficilmente comparabile se inserito in tale contesto. Sul punto, è evidente che i *manufacturer* dovranno fare uno sforzo per rendere il più possibile coerenti e leggibili le informazioni fornite agli investitori, quantomeno in una prima fase in cui gli OICVM saranno esentati dall'obbligo di redigere un KID. Si ricorda, infatti, che, nonostante la semplificazione, grava sempre in capo al *manufacturer* l'obbligo, e la relativa responsabilità, di fornire informazioni chiare, corrette e non fuorvianti.

### 3.2. La rappresentazione dei costi. I costi di transazione.

Un altro aspetto che ha suscitato non pochi dubbi tra gli operatori del settore è la rappresentazione dei costi nell'ambito del KID, in relazione ai prodotti assicurativi con sottostanti OICVM.

Come accennato, nella sezione "Quali sono i costi?" devono essere previste due tabelle raffiguranti l'una i costi nel tempo in forma sintetica (composta sia dai costi espressi in termini monetari, sia dalla riduzione del tasso di rendimento in termini percentuali), e l'altra i costi in forma dettagliata composta dalle diverse figure/componenti di costo espresse in termini percentuali (costi di ingresso e uscita, costi correnti e oneri accessori); ogni tipologia di costo deve essere affiancata da una breve descrizione e le indicazioni devono essere coerenti con la sezione relativa alle Performance.

Il KID previsto dal Regolamento prevede una novità importante se paragonato al KIID degli OICVM, cioè l'illustrazione dei costi di transazione nella seconda tabella relativa all'illustrazione dettagliata dei costi (all'interno dei costi *on-going*).

I costi di transazione riguardano tutte le spese di compravendita sostenute dal PRIIP in relazione agli attivi sottostanti che il cliente paga direttamente o indirettamente. Questi devono essere calcolati su base annualizzata utilizzando la media dei costi di transazione sostenuti dal PRIIP nei tre anni precedenti. Peraltro, le stesse informazioni sui costi di transazione devono essere fornite in relazione ai sottostanti il PRIIP (in relazione agli OICVM sottostanti i prodotti assicurativi finanziari)

In linea generale, le informazioni da inserire nel KID, e quindi anche quelle relative ai costi, dovrebbero poter essere reperite dalla documentazione precontrattuale obbligatoria già a disposizione. Tuttavia, il reperimento dei costi di transazione risulta meno agevole trattandosi di una nuova voce di costo corrente che, per quanto concerne gli OICVM sottostanti i prodotti assicurativi finanziari, non è indicata nella documentazione di offerta (ad oggi è prevista un'indicazione dei costi in termini percentuali rispetto al patrimonio medio dell'OICVM mediante esposizione, tra gli altri, del c.d. *Ter* che tuttavia non considera esplicitamente i costi di transazione).

A tal riguardo, tuttavia, la semplificazione offerta dalla possibilità di allegare il KIID per fornire informazioni sui sottostanti, dovrebbe ragionevolmente essere intesa quale facoltà per i *manufacturer*, quantomeno in una prima fase in cui gli OICVM sono esentati dal predisporre un KID, di fornire unicamente le informazioni presenti in tale documento.

#### **4. Adeguamento della disciplina nazionale al regolamento PRIIPs. Il Decreto legislativo n. 224 del 14 novembre 2016**

Nonostante l'obiettivo di armonizzazione massima perseguito dal Regolamento PRIIPs, lo stesso Regolamento demanda agli Stati membri alcune importanti decisioni, tra le quali la scelta delle Autorità competenti e la ripartizione dei poteri necessari a far rispettare le disposizioni incluse nel Regolamento.

Con il Decreto legislativo n. 224 il legislatore nazionale ha rispettato l'obbligo di adeguare la normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento PRIIPs.

Il decreto legislativo contiene le norme di attuazione demandate ai singoli Stati membri dagli articoli 22 e seguenti del Regolamento PRIIPs, riguardanti:

- (i) la designazione delle autorità competenti e i relativi poteri di vigilanza, di indagine e sanzionatori;
- (ii) l'introduzione di un obbligo di notificazione *ex-ante* del KID da parte dell'ideatore del prodotto o della persona che vende un PRIIP all'autorità competente;

- (iii) i sistemi interni di segnalazione delle violazioni del Regolamento PRIIPs (c.d. *whistleblowing*);
- (iv) le procedure di segnalazione delle violazioni alle Autorità di vigilanza;
- (v) le sanzioni amministrative e altre misure connesse alla violazione degli obblighi previsti dal Regolamento PRIIPs.

La CONSOB e l'IVASS sono le autorità competenti designate e la suddivisione delle rispettive competenze è prevista dal decreto legislativo principalmente su base soggettiva. In linea generale, la CONSOB è l'autorità competente a vigilare sull'osservanza degli obblighi imposti dal Regolamento PRIIPs rispetto agli ideatori di un PRIIP (comprese compagnie assicurative) e alle persone che forniscono consulenza sui PRIIPs o vendono PRIIPs, ad eccezione dei prodotti distribuiti dagli intermediari assicurativi (art. 109, comma 2, lettere *a*) e *b*) del CAP) e dagli altri soggetti di cui questi intermediari assicurativi si avvalgono, per i quali, invece, è competente l'IVASS.

Il Decreto ha introdotto due tipi sanzioni applicabili: (i) sanzioni amministrative pecuniarie, che replicano gli stessi importi massimi previsti dal Regolamento PRIIPs, e (ii) sanzioni alternative, consistenti nel rendere pubblica la violazione commessa e il soggetto responsabile.

Il legislatore nazionale ha voluto evitare disallineamenti temporali tra la normativa europea e quella nazionale prevedendo che le disposizioni in esso contenute trovino applicazione a decorrere dalla stessa data di applicazione del Regolamento PRIIPs.

In relazione all'introduzione dell'obbligo di notificazione *ex-ante* del KID dal parte dell'ideatore, possibilità rimessa ai singoli Stati membri dal Regolamento PRIIPs, il decreto legislativo introduce un nuovo articolo *4-decies* all'interno del TUF. Con l'introduzione di tale articolo viene esercitata tale opzione e viene dunque imposto l'obbligo all'ideatore dei PRIIPs di notificare il KID alla CONSOB prima che si proceda alla commercializzazione del prodotto finanziario cui il KID fa riferimento. Tale obbligo di notifica viene imposto anche quando l'ideatore proceda ad una revisione di tale documento.

Anche in tema di sistemi interni di segnalazione delle violazioni del Regolamento PRIIPs, il Decreto esercita l'opzione prevista dal Regolamento PRIIPs, prescrivendo agli enti che svolgono attività regolamentate ed ai fini della prestazione di servizi finanziari, di mettere in atto procedure di c.d. *whistleblowing* interno, affinché i dipendenti possano segnalare violazioni, anche potenziali, del Regolamento PRIIPs attraverso canali autonomi e specifici.

## 5. Conclusioni

Come già rilevato, il Regolamento PRIIPs, insieme ad altre normative di emanazione europea, mira ad accrescere la trasparenza sul mercato dei prodotti finanziari. Tuttavia,

è opportuno rilevare che l'impianto normativo introdotto con il Regolamento PRIIPs dovrà essere letto e applicato in stretta correlazione con le altre normative che stanno per entrare in vigore sui mercati finanziari: in particolare MiFID 2 e IDD. A tal riguardo, è evidente in particolare la connessione, nella misura in cui si parla di disposizioni attinenti alla vita del prodotto, con le nuove disposizioni in materia di *product governance*.

Il KID può essere infatti inteso, innanzitutto, come un valido strumento per fornire al *distributor* quelle informazioni sul Target Market del prodotto che ad oggi non trovano dignità in alcuna documentazione di offerta obbligatoria dei prodotti finanziari e/o assicurativi.

In aggiunta, è evidente che l'obbligo di indicare nel KID i futuri scenari di *performances* e l'impatto dei costi sul rendimento del prodotto non può essere considerato alla stregua di un mero obbligo di esporre dati fine a se stesso. Tali elementi costituiscono infatti, a monte, alcuni dei fondamenti su cui il *manufacturer* dovrà effettuare le proprie valutazioni per definire il Target Market nell'ambito delle regole di *product governance* (i.e. analisi di scenario, sostenibilità dei costi etc.). Si può pertanto affermare che in relazione a questi aspetti il KID costituisca la "cartina di tornasole" delle valutazioni effettuate dal *manufacturer* per la definizione del proprio processo di *product governance*. Di conseguenza, è evidente che una delle sfide per gli operatori (in particolare per i *manufacturer*) sarà quella di implementare i due processi di costruzione della *product governance* e di predisposizione del KID in maniera sinergica.

Per altro verso, e con particolare focus sul mercato italiano, è interessante notare come il Decreto 224/2016 di recepimento del Regolamento PRIIPs abbia dettato una prima linea di indirizzo su una questione da tempo controversa.

In particolare, come noto, la Direttiva MiFID II e il Regolamento PRIIPs hanno introdotto in Europa la nozione di «*insurance-based investment products*». Tale nozione europea di "prodotti di investimento a base assicurativa", tuttavia, non coincide con la definizione, introdotta nel nostro ordinamento sin dal 2005, di "prodotto finanziario emesso da imprese di assicurazione" di cui all'art. 1, comma 1, lettera w-bis) del TUF, in quanto la nozione europea include non solo i prodotti ramo vita III e V, ma anche prodotti che nel nostro ordinamento potrebbero essere catalogati come prodotti multi-ramo (o ibridi).

Come noto, la riconduzione di soltanto alcuni dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione sotto la definizione di "prodotto finanziario", nell'ambito del perimetro di vigilanza CONSOB, ha prodotto nel nostro ordinamento un dualismo rispetto agli obblighi connessi con la loro distribuzione. Anche rimanendo solamente sul piano degli obblighi informativi, è noto infatti che per alcuni prodotti (quelli che rientrano nella nozione di "prodotto finanziario") è necessario predisporre un prospetto informativo (in conformità con le previsioni della normativa di emanazione CONSOB),

mentre per altri è necessario predisporre un fascicolo informativo (in conformità con le previsioni della normativa di emanazione IVASS).

Sulla base di tale constatazione, il fatto che Il Decreto legislativo n. 224/2016 abbia attribuito di fatto il potere di vigilanza alla CONSOB non solo sui prodotti di cui all'art. 1, comma 1, lettera w-bis) del TUF, ma anche sugli altri prodotti rientranti nella definizione di IBIPs, rappresenta una importante novità.

Ci si chiede, quindi, se questo sarà il primo passo verso una “uniformizzazione” delle disposizioni applicabili agli IBIPs e se sarà questa la direzione (CONSOB) voluta dal Legislatore nazionale. Probabilmente, l’implementazione in Italia della IDD costituirà l’occasione per dirimere la questione, pur nella consapevolezza che non sarà una tematica semplice da risolvere. Di fatto, IVASS che siede in EIOPA e contribuirà alla formazione delle norme di secondo livello della IDD (anche nella parte degli IBIPs) dovrà poi eventualmente in parte “cedere il testimone” della vigilanza sull’applicazione delle norme ad altra Autorità (la CONSOB).