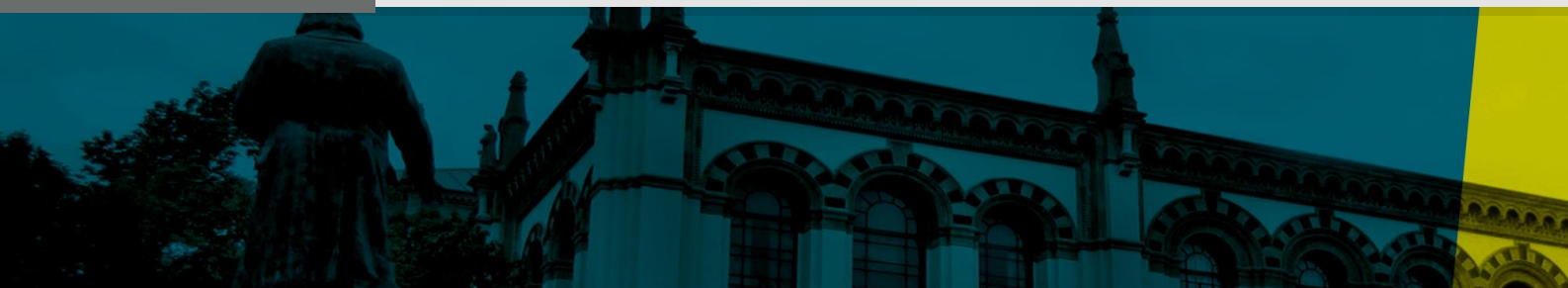


PROFILI APPLICATIVI DELLA DISCIPLINA IN MATERIA DI PRIIPS



(1) Introduzione

Una disciplina chiara ed uniforme: questo era sicuramente l'intento del legislatore europeo che, con l'introduzione del c.d. "**Regolamento PRIIPs**" - pubblicato il 9 dicembre 2014 (Regolamento UE n. 1286/2014) - ha voluto accrescere la fiducia degli investitori al dettaglio nei confronti del mercato finanziario. Più precisamente, sono "PRIIPs" i prodotti finanziari:

- il cui valore è "soggetto a fluttuazioni" a causa dell'esposizione a variabili di riferimento o al rendimento di una o più attività sottostanti, che non siano direttamente acquistati dall'investitore al dettaglio;
- caratterizzati da un "processo di assemblaggio" che comporta la creazione di prodotti "che abbiano esposizioni, caratteristiche o strutture dei costi diverse rispetto ad una detenzione diretta".

In estrema sintesi, il c.d. "Regolamento PRIIPs" si pone un duplice obiettivo: da un lato, assicurare una migliore trasparenza informativa a tutela degli investitori al dettaglio, unici beneficiari della disciplina, in relazione ai PRIIP (mediante la consegna di un documento breve e facilmente comprensibile: il *Key Information Document* o "**KID**"); dall'altro, definire regole uniformi nell'UE in materia di trasparenza.

Ad oggi, però, sussistono ancora alcuni dubbi sull'applicazione pratica della normativa. Ad esempio, non è certo se l'offerta di alcuni strumenti finanziari (es. *warrant*; obbligazioni convertibili) ad investitori *retail* debba essere realizzata consegnando il KID. Inoltre, l'assenza di una norma transitoria fa ritenere assai dubbia la possibilità per gli intermediari di acquistare sul mercato secondario (es. un MTF) - per conto di un cliente al dettaglio - uno strumento finanziario, emesso ante 1° gennaio 2018, qualificabile come PRIIP, in assenza del KID.

Di fronte, quindi, ad una disciplina che coinvolgerà numerosi soggetti anche non finanziari (es. gli emittenti *corporate*), appare opportuno fare chiarezza sul nuovo Regolamento PRIIPs e capire quali siano ad oggi le possibili prime risposte in merito ai dubbi ancora esistenti.



(2) Chi deve redigere il KID?

La novità di maggiore rilievo attiene all'obbligo di redazione e diffusione del documento contenente le informazioni chiave (KID).

Il KID è un documento breve, scritto in modo chiaro e intellegibile per l'investitore al dettaglio, così da permettergli di assumere una decisione di investimento consapevole, avendo compreso le caratteristiche essenziali del prodotto in cui intende investire. Per questo motivo, il KID fa parte della documentazione d'offerta.

I soggetti interessati dalla normativa sono:

- a) l'ideatore del PRIIP, al quale spetta un obbligo di redazione e diffusione del KID; e
- b) colui che presta consulenza o vende un PRIIP, al quale spetta solo un obbligo di diffusione del KID.

In particolare, l'ideatore di un PRIIP è il "soggetto che confeziona un PRIIP" o il "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 nel PRIIP".

Dunque, il legislatore europeo non ha elencato i soggetti ai quali si applica la disciplina PRIIP, preferendo invece utilizzare una definizione "ampia", nella quale rientrano non soltanto SGR, SICAV, imprese di assicurazione, enti creditizi o imprese di investimento (1), ma viene ricompreso anche qualsiasi altro soggetto, quale - ad esempio - una società per azioni (quotata o meno), che emette un PRIIP destinato agli investitori al dettaglio (i c.d. "emittenti corporate"). Anche con riguardo ai soggetti che "vendono" un PRIIP il legislatore europeo utilizza una definizione "ampia", riferendosi "alla persona che offre consulenza su un PRIIP o vende tale prodotto" (2). L'unico chiarimento, contenuto nell'art. 4 del Regolamento PRIIP, è relativo alla persona che vende un PRIIP, definita come "[colui] che offre o conclude un contratto relativo a un PRIIP con un investitore al dettaglio". Non è, invece, precisato il concetto di "prestare consulenza" su un PRIIP, che quindi dovrà interpretarsi alla luce dei criteri generali ricavabili dalle disposizioni di cui alla MiFID II.

Per ragioni di completezza, si evidenzia come il considerando (15) della Direttiva Delegata (UE) 2017/593 - che integra la **MiFID II** in materia di *governance* dei prodotti - faccia riferimento alla nozione di "produttori" (le imprese di investimento che creano, sviluppano, emettono e/o concepiscono strumenti finanziari, compreso ove prestino consulenza agli emittenti societari sul varo di nuovi strumenti finanziari) e di "distributori" (i.e. le imprese di investimento che offrono o vendono strumenti finanziari e servizi ai clienti).

(1) Così come indicato al considerando (12) del Regolamento PRIIP.

(2) Art. 13 (1) del Regolamento PRIIP.



(3) Quali prodotti sono qualificabili come “PRIIP”?

Secondo quanto previsto dal citato Regolamento, con il termine PRIIP ci si riferisce a:

- a) un **prodotto d’investimento** al dettaglio preassemblato (**PRIP**) ⁽³⁾, ossia “*un investimento, compresi strumenti emessi da società veicolo quali definite all'articolo 13, punto 26, della direttiva 2009/138/CE o società veicolo di cartolarizzazione quali definite all'articolo 4, paragrafo 1, lettera an), della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, nel quale, indipendentemente dalla forma giuridica dell’investimento stesso, l’importo dovuto all’investitore al dettaglio è soggetto a fluttuazioni a causa dell’esposizione ai valori di riferimento o al rendimento di uno o più attivi che non siano direttamente acquistati dall’investitore al dettaglio*”;
- b) un **prodotto di investimento assicurativo**, vale a dire un prodotto “*che presenta 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*”;
- c) un prodotto che rientra in entrambi i punti sub a) e b) che precedono ⁽⁴⁾.

PRIIPs	NON PRIIPs
Fondi comuni di investimento	Azioni
Prodotti assicurativi con una componente di investimento (i.e. Unit-linked)	Obbligazioni (con tasso non indicizzato)
Prodotti e depositi strutturati	Depositi non strutturati
Obbligazioni convertibili	Polizze assicurative con prestazioni dovute solo in caso di decesso e danni gravi
Derivati	Prodotti pensionistici complementari
Prodotti emessi da SPV	

Se, da un lato, la classificazione degli strumenti sopra indicati appare chiara, dall’altro, la tecnica definatoria del Regolamento PRIIP (volta a creare una nozione di “PRIIP” che possa adeguarsi alle possibili evoluzioni dell’ingegneria finanziaria nel tempo) determina l’insorgere di incertezze in relazione a quale sia la corretta classificazione per alcuni strumenti, così come indicato in premessa.

⁽³⁾ Si evidenzia che la versione in lingua italiana del Regolamento PRIIP, all’art. 4 (1), n. 3), lett. a), erroneamente fa riferimento a un PRIIP, piuttosto che a un PRIP.

⁽⁴⁾ Le definizioni di PRIIP, PRIP e di prodotto di investimento assicurativo, sono state riportate nel Testo Unico della Finanza all’art. 1, comma 1, lett. w-bis.1), lett. w-bis.2) e lett. w-bis.3).



Vi sono, però, alcuni spunti interpretativi che possono essere d'aiuto nell'individuazione del perimetro della nozione di "PRIIP".

Un primo elemento è rappresentato dalle esclusioni, indicate nell'art. 2 del citato regolamento, che indica cosa **non** deve essere considerato un PRIIP⁽⁵⁾.

Un secondo utile elemento, invece, è dato dalla comunicazione C/2017/4504 della Commissione europea (la "**Comunicazione**"), la quale esclude dalla definizione di PRIIP i prodotti "*la cui acquisizione non richiede un pagamento da parte dell'investitore al dettaglio*".

Un ulteriore spunto è ricavabile dal *Discussion Paper* JC/DP/2014/02 dell'ESAS (*Joint Committee of European Supervisory Authorities – EBA, ESMA and EIOPA*), il quale indica, sempre a titolo esemplificativo e non esaustivo, una gamma di strumenti finanziari che sarebbero qualificabili come "PRIIP" (6). Un esempio ne sono tutti i tipi di derivati (*warrant, options, ecc.*), i *convertible bonds* o altri "prodotti strutturati", spesso scambiati tra investitori *retail* sul mercato secondario il quale, come si dirà in seguito, è anch'esso soggetto all'applicazione della disciplina in esame.

Un elemento interpretativo *indiretto* può, forse, ricavarsi dalle *Guidelines on complex debt instruments and structured deposits* ESMA/2015/1787 del 4 febbraio 2016, nelle quali sono indicati gli strumenti finanziari che sono ritenuti di difficile comprensione per i clienti, che potrebbero essere – quindi – soggetti alla normativa PRIIP **a condizione che** "l'importo dovuto all'investitore al dettaglio sia soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o al rendimento di uno o più attivi che non siano direttamente acquistati dall'investitore al dettaglio".

Tuttavia, bisogna tener presente che l'avere una struttura finanziaria è, in linea di principio, diverso dall'essere un prodotto finanziario complesso: si pensi ad esempio ai fondi armonizzati aperti che, per quanto strumenti finanziari *non complessi*, sono qualificati come PRIIP (al riguardo, si ricorda che per gli UCITS - e i FIA - l'obbligo di

(5) Ai sensi dell'art. 2 non sono PRIIPs:

- a) i prodotti assicurativi non vita quali elencati all'allegato I della direttiva 2009/138/CE;
- b) 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;
- c) i depositi diversi dai depositi strutturati quali definiti all'articolo 4, paragrafo 1, punto 43, della direttiva 2014/65/UE;
- d) gli strumenti finanziari di cui all'articolo 1, paragrafo 2, lettere da b) a g), i) e j), della direttiva 2003/71/CE;
- e) i prodotti pensionistici che, ai sensi della normativa nazionale, sono riconosciuti come aventi lo scopo precipuo di offrire all'investitore un reddito durante la pensione e che consentono all'investitore di godere di determinati vantaggi;
- f) gli schemi pensionistici aziendali o professionali riconosciuti ufficialmente nell'ambito di applicazione della direttiva 2003/41/CE del Parlamento europeo e del Consiglio (18) o della direttiva 2009/138/CE;

(6) Un esempio sono tutti i tipi di derivati (*warrant, options, ecc.*), i *convertible bonds* o altri "prodotti strutturati".



consegnare il KID è stato differito al 1° gennaio 2020 (vd. art. 32 del Regolamento PRIIPs).

In conclusione, la corretta qualificazione di alcune tipologie di strumenti finanziari sconta margini di incertezza. È quindi auspicabile che siano forniti quanto prima a livello europeo i necessari chiarimenti. Sebbene alcune associazioni di categoria italiane si siano già attivate per sollecitare un tale intervento, stante l'attuale incertezza, molti operatori del settore hanno deciso di assumere un atteggiamento prudentiale: alcuni predisponendo i KID per tutti quei prodotti che "potrebbero" rientrare nell'ambito di applicazione della disciplina, altri limitando l'offerta ai soli clienti professionali.

(4) KID e mercato secondario (il caso dei *warrant*, obbligazioni convertibili, ecc.)

Ulteriori considerazioni devono essere fatte per quanto riguarda i PRIIP negoziati nei mercati secondari; infatti, se l'ideatore di un PRIIP desiderasse non assoggettare tale prodotto all'obbligo di redigere il KID, potrebbe offrirlo esclusivamente a investitori professionali.

È, però, possibile che in una seconda fase (il c.d. mercato secondario) tale PRIIP venga scambiato su un mercato o un MTF, che è accessibile anche agli investitori *retail* per il tramite della loro banca/SIM.

In questa ipotesi, l'assenza del KID dovrebbe - a stretto rigore - impedire la compravendita. Al di là della necessità pratica degli intermediari di censire a livello informatico cosa è "PRIIP" e cosa non lo è, così da gestire correttamente gli ordini di compravendita dei clienti *retail*, è evidente il rischio che alcuni investitori a dettaglio vedano ridursi il volume degli scambi in relazione ai PRIIP acquistati prima del 2018 e, quindi, vedano incrementare l'illiquidità dell'investimento (con possibili conseguenze anche in termini di adeguatezza ai sensi MiFID II).

Proprio in considerazione di questo rischio, gli Uffici di Assoreti, Abi e Assonime, congiuntamente stanno cercando di interloquire con la Consob e la Commissione europea al fine di avere un'interpretazione ufficiale (e possibilmente restrittiva) di cosa possa essere un PRIIP, così da evitare:

- da un lato una sterilizzazione delle negoziazioni; e
- dall'altro l'esigenza di far fronte a costi aggiuntivi per la predisposizione e/o

consegna del KID per un prodotto che prima non lo prevedeva (7).

Ciò che rende il tutto maggiormente oneroso è dato dal fatto che, come chiarito dalla già citata Comunicazione, il Regolamento PRIIP non prevede nessun regime giuridico

(7) Quanto appena evidenziato, trova anche riscontro: (i) sia nella definizione stessa di "persona che vende un PRIIP"; (ii) ma anche nel considerando (12) del Regolamento PRIIP, ove è previsto che "gli obblighi di cui al presente regolamento, stabiliti nelle disposizioni in materia di redazione e le norme sulla revisione del documento concernente le informazioni chiave, dovrebbero applicarsi soltanto agli ideatori del PRIIP e fintantoché il PRIIP è negoziato in mercati secondari".



transitorio specifico per i PRIIP messi a disposizione prima del 1° gennaio 2018 e che continuano ad essere in circolazione anche dopo tale data, applicandosi quindi *in toto* la nuova normativa ⁽⁸⁾.

A livello nazionale, Consob - tenuto conto delle problematiche emerse e dell'opportunità di approfondire tali questioni anche attraverso il confronto in sede europea - ha posticipato al 31 marzo 2018 il termine entro il quale effettuare la notifica dei KID all'Autorità per i prodotti messi a disposizione degli investitori al dettaglio in Italia prima del 1° gennaio 2018, che continuano ad essere messi a disposizione di tali investitori dopo tale data.

(5) KID o prospetto?

Il KID deve essere consegnato a titolo gratuito (su supporto cartaceo, o - nel rispetto delle condizioni del Regolamento PRIIPs - attraverso un altro supporto durevole, oppure mediante pubblicazione su un sito internet).

Tale obbligo **si aggiunge** agli adempimenti informativi previsti dalle discipline del pr spetto e della Solvency II (vd. art. 3 del Regolamento PRIIPs).

Qualche considerazione deve essere fatta in relazione al rapporto tra la disciplina PRIIPs e il Regolamento (UE) 2017/1129, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE (il "**Regolamento Prospetti**").

Un raccordo tra le discipline è previsto dall'art. 7, comma 7, paragrafo 7, secondo comma, del Regolamento Prospetti, il quale precisa che: "*Qualora debba essere predisposto un documento contenente le informazioni chiave a norma del regolamento PRIIPs, l'emittente, l'offerente o il soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato può sostituire il contenuto di cui al presente paragrafo con le informazioni di cui all'articolo 8, paragrafo 3, lettere da c) a i), del regolamento PRIIPs. Laddove si applichi il regolamento PRIIPs, ciascuno Stato membro che agisce in qualità di Stato membro d'origine ai fini del presente regolamento può esigere che gli emittenti, gli offerenti o le persone che chiedono l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato sostituiscano il contenuto di cui al presente paragrafo con le informazioni di cui all'articolo 8, paragrafo 3, lettere da c) a i), del regolamento PRIIPs nei prospetti approvati dalla rispettiva autorità competente*".

La citata norma è chiaramente volta a limitare la duplicazione di informazioni e di documentazione da consegnare all'investitore *retail*, così da evitare che quest'ultimo riceva informazioni tra loro ridondanti, senza alcun miglioramento della comprensibilità delle caratteristiche fondamentali dell'investimento

⁽⁸⁾ L'effetto paradossale dell'inesistenza di un regime transitorio è dato dal fatto che l'ideatore di un PRIIP, o colui che lo vende sul mercato secondario, deve mettere a disposizione del cliente al dettaglio un KID per uno strumento finanziario che è stato introdotto nel mercato anche anni addietro rispetto alla nuova disciplina PRIIP.



Pertanto, è possibile affermare che è ammessa una facoltà in capo all'emittente, offerente o soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione, di poter sostituire il contenuto della nota di sintesi del prospetto con quello del KID; una facoltà che però diventa un obbligo laddove la sostituzione sia specificatamente richiesta dall'Autorità competente dello Stato membro d'origine (cosa che non è stata fatta dalla Consob).

Quanto sopra esposto, trova anche fondamento nel considerando (32) del Regolamento Prospetti il quale prevede che *"Il modello della nota di sintesi del prospetto dovrebbe rifarsi il più possibile a quello del documento contenente le informazioni chiave di cui al regolamento PRIIPs. Quando i titoli rientrano nell'ambito di applicazione del presente regolamento e del regolamento PRIIPs, nella nota di sintesi il riutilizzo integrale del contenuto del documento contenente le informazioni chiave ridurrebbe al minimo i costi di conformità e gli oneri amministrativi a carico degli emittenti, e il presente regolamento facilita pertanto tale riutilizzo. Tuttavia non dovrebbe essere prevista una deroga all'obbligo di produrre una nota di sintesi quando è richiesto un documento contenente le informazioni chiave, in quanto quest'ultimo documento non contiene le informazioni essenziali sull'emittente e sull'offerta pubblica o sull'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato dei titoli in questione"*.

(6) Obbligo di notifica del KID

Avvalendosi dell'art. 5 (2) del Regolamento PRIIPs, il nostro legislatore ha aggiunto agli obblighi indicati in precedenza anche quello di notificare preventivamente i KID all'Autorità competente nazionale (Consob), la quale ha provveduto, con la delibera n. 20250 del 28 dicembre 2017, ad introdurre gli artt. 34-bis.1 e 34-bis.2 nel regolamento del 14 maggio 1999, n. 11971 (c.d. Regolamento Emittenti). Come sopra indicato, il termine inizialmente fissato alla data del 31 gennaio 2018 per la notifica preventiva dei KID relativi ai prodotti messi a disposizione degli investitori al dettaglio in Italia prima del 1° gennaio 2018, è stato prorogato fino al 31 marzo 2018.

Quello che, però, maggiormente rileva è l'individuazione del soggetto obbligato alla notifica, nonché i profili di responsabilità derivanti dall'inadempimento. Infatti, nonostante siano obbligati alternativamente l'ideatore del PRIIP e la persona che vende il PRIIP, la responsabilità della mancata notifica è sempre in capo al soggetto che per primo avvia la commercializzazione del prodotto e, qualora il deposito sia effettuato da tale soggetto, questi deve comunque darne comunicazione all'ideatore ⁽⁹⁾.

* * *

⁽⁹⁾ Art. 34-bis.2, comma 3 e comma 4.