



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Roma, 6 maggio 2013

Spettabile  
CONSOB  
Divisione  
Strategie Regolamentari  
Via G.B. Martini, 3  
00198 Roma

Prot. N. 205/13

Anticipata *on-line* per il tramite del SIPE – Sistema Integrato Per l'Esterno

**Oggetto: risposta al documento di consultazione concernente proposte di modifica di alcune disposizioni contenute nel Capo III, Titolo I, Parte II del Regolamento Emittenti.**

Nel rispondere all'invito di codesta spettabile Commissione a formulare commenti sul documento di consultazione in oggetto, questa Associazione intende innanzitutto ringraziare per l'opportunità offerta.

Si apprezza, in particolare, l'impegno di codesta Autorità di Vigilanza nell'assicurare la piena coerenza del Regolamento Emittenti alle Linee Guida ESMA/2012/832 in materia di ETF ed altri OICVM (di seguito, Orientamenti), nonché al contenuto delle Q&A ESMA/2012/592 in materia di KIID (di seguito, Q&A) al fine di guidare gli operatori nella conseguente attività d'implementazione della normativa loro applicabile e dirimere i possibili dubbi applicativi.

Fermo restando quanto precede, si riportano di seguito alcune osservazioni per le quali si auspica un'adeguata considerazione da parte di codesta Autorità.

**1. Osservazioni sulle proposte di modifica dell'articolato del Regolamento Emittenti.** Si intende richiamare l'attenzione di codesta spettabile Commissione in merito alla proposta di introdurre, nella Sezione II relativa agli "OICR italiani aperti" del Regolamento Emittenti, la disposizione di cui all'art. 18-*bis* con la quale, al primo comma, si propone di estendere gli obblighi di predisposizione, aggiornamento e consegna della documentazione di offerta previsti nella richiamata Sezione II, anche all'offerta di OICR armonizzati che ricada in uno dei casi di esenzione di cui all'articolo 34-*ter* del Regolamento Emittenti.

Pur risultando chiara l'esigenza di operare una piena armonizzazione della disciplina nazionale e, nella specie, delle previsioni del Regolamento Emittenti ai chiarimenti interpretativi resi dall'ESMA con la Q&A n. 2d con la quale è stato



precisato che l'obbligo di consegna del KIID deve assolversi nei confronti di tutti gli investitori, anche se qualificati, l'intervento regolamentare programmato da codesta Autorità di Vigilanza non parrebbe, a prima vista, coperto dalla disposizione del comma 2 dell'art. 100 del TUF in base alla quale la CONSOB "*può individuare con regolamento le offerte al pubblico di prodotti finanziari alle quali le disposizioni del presente Capo non si applicano in tutto o in parte*". Disposizione che sembra attribuire alla CONSOB il potere di individuare "ulteriori" fattispecie di esenzione totale o parziale della disciplina dell'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita rispetto a quelle contemplate al comma 1 dell'art. 100 del TUF.

In ogni caso, si segnala l'esigenza di circoscrivere gli obblighi di predisposizione, aggiornamento e consegna della documentazione di offerta, di cui al primo comma del nuovo art. 18-*bis*, esclusivamente all'ipotesi di offerta di OICR armonizzati rivolta ad investitori qualificati e non anche alle ulteriori ipotesi di esenzione contemplate all'art. 34-*ter* del Regolamento Emittenti, atteso che il chiarimento reso espressamente dall'ESMA nella Q&A 2d è "riconducibile" alla sola fattispecie di cui all'art. 34-*ter*, comma 1, lett. b). Occorrerebbe peraltro precisare che, nel caso di "creatori di prodotti", gli offerenti di quote o di azioni di OICR sono tenuti a fornire il KIID solo dietro loro esplicita richiesta, in virtù di quanto dispone l'art. 80 della direttiva UCITS IV.

Gli obblighi di predisposizione, aggiornamento e consegna della documentazione di offerta dovrebbero poi essere limitati esclusivamente alle "nuove" offerte di OICR armonizzati (rivolte a investitori qualificati) ovvero alle nuove sottoscrizioni di quote o azioni di OICR, mantenendo fermo, al contrario, per le offerte in corso, il regime di esenzione attualmente vigente.

Più in generale, sorge l'esigenza di sollecitare, nell'ambito dei lavori di revisione della direttiva UCITS IV, la previsione di ipotesi di esenzione dall'applicabilità delle disposizioni relative alle offerte al pubblico di OICVM, in coerenza con quanto già previsto, a tal riguardo, nella direttiva Prospetto, di cui l'art. 34-*ter* rispecchia il contenuto. Ed infatti, ritenuto che le ipotesi di esenzione individuano operazioni per le quali non si manifesta l'esigenza di tutelare i destinatari dell'offerta attraverso la messa a loro disposizione di informazioni che possano consentirgli l'assunzione di consapevoli scelte di investimento e posta la natura degli OICR e in particolare degli OICR armonizzati oggetto di offerta (considerati dalla normativa vigente perfino quali prodotti non complessi), per un verso si spiega la scelta del legislatore nazionale di prevedere casi di inapplicabilità della disciplina sull'offerta e di estenderli a tutti gli OICR, indipendentemente dalla loro natura, mentre, per altro verso, risulta difficile comprendere la *ratio* di una mancata analoga previsione all'interno dell'impianto normativo della direttiva UCITS.

In ordine, infine, alla proposta di introdurre nella Sezione III, relativa agli "OICR comunitari armonizzati" l'art. 20-*bis* rubricato "obblighi di consegna della documentazione di offerta" si richiamano le medesime considerazioni sin qui sviluppate a proposito dell'art. 18-*bis*, primo comma.



## **2. Osservazioni sulle proposte di modifica allo Schema 1 e alla relativa Appendice dell'allegato 1B**

### 2.1 Individuazione delle modalità attraverso le quali fornire all'interno del prospetto alcune delle nuove informazioni previste dagli Orientamenti

Al fine di rendere più agevole e flessibile l'illustrazione delle informazioni specifiche previste dagli Orientamenti nel prospetto si ritiene utile consentire l'individuazione di una modalità alternativa di rappresentazione delle informazioni aventi ad oggetto (i) le tecniche di gestione efficienti del portafoglio (cfr. punti n. 25 e n. 28 degli Orientamenti) e (ii) la gestione delle garanzie per le operazioni con strumenti finanziari derivati OTC e le tecniche di gestione efficiente del portafoglio (cfr. punto n. 47 degli Orientamenti).

A tale fine si propone di introdurre nella sezione A) "Informazioni generali" della Parte I dello schema-tipo di prospetto due specifici paragrafi ossia il 7BIS e il 7TER volti ad illustrare rispettivamente l'informativa in precedenza citata e rinviare poi, rispettivamente all'interno dei punti c) e f) del paragrafo 16 "Politica di investimento e rischi specifici del fondo/comparto" della Parte B "Informazioni sull'investimento" della medesima Parte I, l'indicazione puntuale in ordine all'utilizzo di quel determinato fondo/comparto delle singole fattispecie già illustrate nelle informazioni generali o illustrandone le eventuali specificità. Ciò in linea con gli Orientamenti che prevedono un'evidenza dell'informativa per ogni singolo fondo/comparto.

Nel caso di fondi/comparti appartenenti ad un "sistema" o ad una "famiglia" tale illustrazione renderebbe più agevole la lettura del prospetto evitando la reiterazione delle medesime informazioni nella parte specifica relativa all'investimento di ogni singolo fondo/comparto laddove siano adottate le medesime politiche. Resta inteso che nel caso in cui il fondo/comparto non effettua le operazioni illustrate nella parte generale non è necessario dare un'informativa negativa all'interno dei citati punti c) o f) del richiamato paragrafo 16.

Per maggiori dettagli sulla proposta di modifica degli schemi si rinvia all'allegato "Proposte di modifica allo Schema 1 e alla relativa Appendice dell'allegato 1B".

### 2.2 Utilizzo dei maggiori limiti di diversificazione di cui all'art. 53 della Direttiva 2009/65/CE

Occorrerebbe interessare l'ESMA per chiarire l'ambito di applicazione di quanto previsto al punto n. 48 degli Orientamenti, recepito al punto e) del paragrafo 16 "Politica di investimento e rischi specifici del fondo/comparto" della sezione B) "Informazioni sull'investimento" della Parte I dello Schema-tipo di Prospetto ossia "Nel caso in cui un fondo/comparto utilizzi i maggiori limiti di diversificazione di cui all'articolo 53 della direttiva 2009/65/CE, fornire tale precisazione e descrivere altresì le condizioni di mercato eccezionali che giustificano tale investimento".

Al riguardo non è chiaro se tale Orientamento si applichi solo ai fondi indicizzati o anche agli OICVM che si espongono in indici attraverso l'investimento in strumenti



finanziari derivati, come potrebbe derivare dall'interpretazione della Q&A 7b<sup>1</sup> del documento ESMA/2013/314.

In particolare, si ritiene che nell'Orientamento di cui al punto n. 48 il richiamo specifico ai limiti di cui all'articolo 53 della Direttiva 2009/65/UE, concernente i limiti di concentrazione degli OICVM indicizzati, consente di derogare all'applicazione della citata Q&A n. 7b, con la conseguenza che unicamente gli OICVM indicizzati dovrebbero indicare nel prospetto se intendono fare uso dei maggiori limiti di diversificazione funzionali a replicare l'andamento dell'indice.

In tal senso deporrebbe inoltre la considerazione del fatto che il maggior uso dei limiti di diversificazione potenzialmente derivante per il tramite dell'investimento in strumenti finanziari derivati su indici finanziari diversificati<sup>2</sup> non deriverebbe da condizioni di mercato eccezionali, così come previsto dall'Orientamento di cui al punto n. 48.

Laddove invece uno specifico obbligo di trasparenza sia previsto non solo per i fondi indicizzati, molti OICVM potrebbero ricadere nell'ambito di applicazione di questo Orientamento facendo così venire meno il valore aggiunto dell'obbligo di informativa stessa.

Per gli OICVM di diritto italiano tale onere di trasparenza potrebbe essere inoltre fuorviante. La disciplina della Banca d'Italia<sup>3</sup> prevede, infatti, che le posizioni in titoli che hanno una presenza significativa all'interno dell'indice concorrono in ogni caso al calcolo dei limiti di concentrazione<sup>4</sup> e pertanto in tali casi è già esclusa la possibilità di far uso "*dei maggiori limiti di diversificazione*". Nel conseguire che nel prospetto verrebbe data evidenza di un possibile uso dei maggiori limiti di diversificazione non sostanziale.

### 2.3 Politica in materia di garanzie (cd. collateral)

L'Orientamento di cui al punto n. 47, recepito al punto f) del paragrafo 16 "Politica di investimento e rischi specifici del fondo/comparto" della Sezione B "Informazioni sull'investimento" della Parte I dello Schema-tipo di Prospetto, richiede di illustrare nell'ambito della politica in materia di garanzie ricevute per le operazioni in strumenti finanziari derivati OTC e per le tecniche di gestione efficiente del portafoglio, anche il livello di garanzie necessario.

Al riguardo, occorrerebbe interessare l'ESMA per verificare l'ambito di applicazione di tale Orientamento, laddove l'OICVM non riceva garanzie nell'ambito di operazioni

---

<sup>1</sup> ESMA/2013/314. Question 7b: Do the guidelines on financial indices apply only to index-tracking UCITS? Answer 7b: No, the guidelines on financial indices apply to any UCITS investing in financial indices and not only to index-tracking UCITS.

<sup>2</sup> Si fa ad esempio riferimento a quando l'esposizione superiore al 10% in uno strumento finanziario di uno stesso emittente derivi da un investimento diretto in azioni del 9,9% e dalla posizione indiretta su uno strumento derivato su indice finanziario per lo 0,3%.

<sup>3</sup> L'articolo 51, comma 3 della Direttiva 2009/65/UE rimette alla facoltà dei singoli Stati membri di escludere o meno dal calcolo dei limiti di concentrazione le posizioni in strumenti finanziari derivati su indici.

<sup>4</sup> Cfr. Titolo V, Capitolo III, Sezione II, par. 3.7 del Regolamento della Banca d'Italia sulla gestione collettiva dell'8 maggio 2012.



in strumenti finanziari derivati OTC, al fine di rendere omogenea l'interpretazione e la susseguente trasparenza informativa.

In particolare dovrebbe essere chiarito se il presupposto per fornire un'informativa specifica in tema di politiche di garanzie adottate è che l'OICVM riceva delle garanzie e pertanto, in caso contrario non è obbligatorio darne una specifica evidenza, posto che nel prospetto è già evidenziato il rischio generale, connesso alla partecipazione al fondo/comparto, derivante dal potenziale inadempimento da parte della controparte.

#### 2.4 Tecniche di gestione efficiente del portafoglio. Ambito di applicazione della trasparenza sulle politiche di costo delle operazioni di "pronti contro termine"

Occorrerebbe interessare l'ESMA per chiarire l'ambito di applicazione del principio di trasparenza sulle politiche di costo di cui al punto n. 28 degli Orientamenti recepiti al par. 18.2.1 "Oneri di gestione" della Sezione B "Informazioni sull'investimento" della Parte I dello Schema-tipo di Prospetto nel caso di operazioni c.d. di "pronti contro termine", ossia sia riconducibili alla forma del *repo* sia a quella del *sell-buy back*.

In particolare, nell'ambito dei "pronti contro termine" di investimento, è dubbia l'applicazione dell'Orientamento di cui al punto n. 28 in quanto tali operazioni non implicano, in generale, oneri/commissioni operativi diretti e indiretti diversi da quelli connessi al normale svolgimento del servizio di gestione o che l'OICVM dovrebbe sostenere laddove optasse per una strategia di investimento differente. Si propone pertanto di chiarire se nell'ambito dei "pronti contro termine" di investimento sia necessario in ogni caso introdurre un'informativa nel prospetto volta ad evidenziare siffatta situazione e se sia anche necessario specificare, alternativamente nel prospetto o nel rendiconto annuale, l'identità del/i soggetto/i e se si tratta di soggetti collegati alla società di gestione dell'OICR o al depositario.

Diversamente potrebbe invece configurarsi il caso delle operazioni di "pronti contro termine" di finanziamento, laddove esiste un onere (implicito o esplicito) connesso all'operazione che sembrerebbe far ricadere tali operazioni nell'ambito di applicazione dell'Orientamento di cui al punto n. 28.

#### 2.5 Tecniche di gestione efficiente del portafoglio. Luogo in cui specificare l'identità dei soggetti a cui vengono corrisposti costi diretti e indiretti.

Nell'ambito della politica in materia di costi/commissioni derivanti dalle tecniche di gestione efficiente del portafoglio, la Q&A n. 4c<sup>5</sup> del documento ESMA/2013/314 consente di specificare nel rendiconto annuale l'identità del(i) soggetto(i) a cui vengono corrisposti i costi e le commissioni diretti e indiretti, nonché se si tratta di soggetti collegati alla società di gestione del fondo/comparto o al depositario.

---

<sup>5</sup> ESMA/2013/314. Question 4c: According to paragraph 28 of the guidelines, UCITS should disclose the identity of the entity(ies) to which the direct and indirect costs and fees are paid and indicate if these are related parties to the UCITS management company or the depositary. Where should this information be disclosed? Answer 4c: UCITS management companies may disclose this information in the prospectus of the UCITS or in the annual report of the UCITS.



Ciò richiamato, si propone di modificare l'articolato di cui al paragrafo 18.2.1 "Oneri di gestione" della Sezione B) "Informazioni sull'investimento" della Parte I dello Schema-tipo di Prospetto per consentire di fornire le citate informazioni alternativamente nel prospetto o nel rendiconto annuale, in luogo del regolamento di gestione.

Inoltre, al fine di superare eventuali dubbi interpretativi connessi alla necessità di dover aggiornare o meno il prospetto per indicare l'identità delle controparti non già evidenziate nel rendiconto, sia in caso di primo aggiornamento del prospetto, sia successivamente, allorquando è individuata una nuova controparte, si propone di modificare il testo come indicato nel già citato allegato "Proposte di modifica allo Schema 1 e alla relativa Appendice dell'allegato 1B".

Nel rimanere a disposizione per ogni ulteriore chiarimento si manifesti necessario, si inviano distinti saluti.

Il Direttore Generale

All: c.s