



**ASSOGESTIONI**

associazione del risparmio gestito

Roma, 19 febbraio 2008

Spett.le  
CONSOB  
Divisione Studi Giuridici  
Via G. B. Martini, n. 3  
00198 ROMA

Prot. N. 147/08  
Anticipata a mezzo posta elettronica

**Documento di consultazione relativo al Regolamento Emittenti, recante modifiche alle disposizioni in materia di prospetto relativo all'offerta pubblica o all'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari in un mercato regolamentato**

Nel rispondere all'invito a formulare osservazioni e commenti al documento di consultazione in oggetto, la Assogestioni intende ringraziare per l'opportunità offerta.

La nostra attenzione è incentrata principalmente sulle proposte di modifica della disciplina relativa agli OICR. Al riguardo, si condivide anzitutto la scelta della Commissione di rendere autonoma, sul piano strutturale, la disciplina degli OICR da quella dettata per gli emittenti valori mobiliari. Si apprezza altresì l'opera di razionalizzazione degli schemi di prospetto, attraverso il loro accorpamento in relazione alla tipologia di prodotto.

Sul piano del contenuto dei singoli schemi e documenti, tuttavia, le proposte di modifica non sembrano rispondere pienamente agli obiettivi indicati dalla Commissione nella relazione al documento di consultazione. Esse infatti non solo non tengono compiutamente conto delle esigenze fin'ora manifestate dall'industria ma esigono la rappresentazione di informazioni che si pongono addirittura in controtendenza rispetto agli orientamenti che stanno emergendo a livello comunitario. Sul punto si apprezza tuttavia la disponibilità manifestata dalla Commissione di apportare perfezionamenti ai nuovi schemi di prospetto in relazione *“alle ulteriori evoluzioni che si stanno registrando nella prassi applicativa e in considerazione anche delle eventuali esigenze che emergeranno nel corso della presente consultazione”*.

**1. Il contenuto degli schemi di prospetto degli OICR.** Ed è proprio dal contenuto degli schemi di prospetto degli OICR che questa Associazione intende prendere le



mosse per sviluppare qui di seguito alcune considerazioni, rinviando ad un documento tecnico, allegato alla presente, la formulazione delle osservazioni specifiche e delle eventuali proposte di modifica o integrazione, unitamente ai relativi commenti esplicativi.

Gli schemi di prospetto degli OICR aperti sono stati già di recente oggetto di modifica in occasione del recepimento della direttiva UCITS. A livello comunitario è peraltro in corso un progetto di revisione del prospetto semplificato attraverso l'introduzione delle c.dd. *Key investor information*. Sebbene gli schemi attuali necessitino di una revisione in quanto non appaiono allineati con gli orientamenti che stanno maturando a livello comunitario, questa Associazione ritiene tuttavia opportuno procedere ad una completa revisione di detti schemi solo dopo che saranno conclusi i lavori a livello comunitario, onde evitare alle società il sostenimento di costi eccessivi dovuti al continuo mutamento del quadro normativo. Cionondimeno si ritiene di cogliere la presente occasione, non solo per formulare alcune osservazioni sulle proposte della Commissione (sub A), ma anche per riproporre alcune esigenze dell'industria già manifestate nel 2005 in occasione del suddetto recepimento della direttiva UCITS (sub B).

La consultazione avviata dalla Consob costituisce, altresì, il presupposto per ribadire la necessità, più volte manifestata dall'Associazione, di un maggior coordinamento fra i contenuti dei documenti d'offerta degli OICR chiusi (regolamento di gestione e prospetto), al fine di evitare che la duplicazione delle medesime informazioni in entrambi i documenti si traduca in un mero incremento dei costi, a carico dei partecipanti, senza apportare, di fatto, alcun valore aggiunto in termini di chiarezza e comprensione del prodotto.

Ci si riferisce, in particolar modo, alle informazioni che attengono alla descrizione della politica di investimento del fondo/comparto, ovvero ai costi e alle modalità di sottoscrizione e rimborso delle quote di partecipazione. Tali informazioni, infatti, poiché già contenute e ampiamente illustrate nei regolamenti di gestione del fondo, potrebbero essere, a livello di prospetto d'offerta, solo richiamate, anche attraverso un rinvio al dettato regolamentare, ovvero integrate degli ulteriori elementi necessari a fini di una maggior chiarezza.

Si è dell'avviso, infatti, che l'eccesso di informazioni, soprattutto qualora abbiano ad oggetto i medesimi aspetti, non aiuta a migliorare l'analisi e la comprensibilità dei prodotti da parte del pubblico, ma si traduce, il più delle volte, in un elemento potenzialmente atto a creare confusione.

## **A) Osservazioni su alcune proposte della Commissione**

**1.1 Le informazioni in materia di incentivi.** Il proposto adeguamento degli schemi di prospetto degli OICR alla informativa sugli incentivi di cui all'articolo 73 del Nuovo Regolamento Intermediari non sembra, ad avviso di questa Associazione,



coerente con la disciplina ivi contemplata.

Come noto l'articolo 73, comma 1, lettera b) consente alla SGR/SICAV di rendere l'informativa agli investitori sugli incentivi (necessariamente preventiva alla prestazione del servizio di gestione) comunicando "*l'esistenza, la natura e l'importo dei compensi, commissioni o prestazioni o qualora l'importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo di tale importo*". Tale disposizione consente inoltre, alle condizioni di cui al comma 2, di rendere la predetta informativa anche in via sintetica, rappresentando all'investitore la possibilità di ottenere ulteriori informazioni, ove ne faccia richiesta.

La proposta della Commissione finisce con il tradire lo spirito di questa impostazione, moltiplicando, di fatto, forme e contenuti degli obblighi informativi previsti dalla disciplina regolamentare a carico delle SGR/SICAV . Si consideri infatti quanto segue.

- (i) Nella Parte I del prospetto degli OICR aperti si chiede di "*riportare in forma sintetica i termini essenziali degli accordi conclusi dalla SGR/SICAV in materia di compensi, commissioni o prestazioni non monetarie stipulati in conformità alla normativa vigente, rinviando l'illustrazione degli ulteriori dettagli di tali accordi alla Parte III, Sez. G, del Prospetto*". Tale previsione per un verso contempla solo una delle alternative previste dall'articolo 73 (e cioè solo quella di cui al comma 2) e per altro verso, rinviando alla Parte III del prospetto per gli ulteriori dettagli, neutralizza di fatto la scelta della Società di limitarsi a fornire un'informativa sintetica. La Parte III del prospetto, infatti, sebbene costituisca un documento disponibile su richiesta dell'investitore, forma comunque parte integrante del prospetto d'offerta la cui pubblicazione (e quindi, la cui messa a disposizione per l'investitore) avviene contestualmente alla Parte I.
- (ii) Anche le informazioni che dovrebbero essere indicate nella Parte III vanno al di là da quanto previsto dall'articolo 73, comma 1, lettera b) del Nuovo Regolamento Intermediari. Nella proposta della Commissione, infatti, si richiede non solo di "*descrivere il contenuto degli accordi conclusi dalla SGR/SICAV in materia di compensi, commissioni o prestazioni non monetarie di cui alla normativa vigente, avendo cura di precisare in modo comprensibile, completo e accurato la natura e l'importo di tali compensi o, laddove tale importo non possa essere accertato, il metodo di calcolo dello stesso*" (come previsto dall'articolo 73, comma 1, lett. b) ma anche di "*specificare i benefici derivanti da tali compensi, commissioni o prestazioni non monetarie che permettono di accrescere la qualità del servizio di gestione collettiva senza ostacolare l'adempimento dell'obbligo di servire al meglio gli interessi degli OICR*". In particolare, quest'ultima informazione costituisce il frutto di una valutazione interna alla Società concernente la legittimità della percezione o corresponsione di un determinato incentivo, che non deve necessariamente formare oggetto di



comunicazione al cliente.

- (iii) In aggiunta alla informativa richiesta nella Parte I e nella Parte III del prospetto d'offerta, il modulo di sottoscrizione (che forma anch'esso parte integrante del prospetto d'offerta) dovrebbe anche contenere un riferimento alla *“remunerazione spettante all’intermediario distributore, alle condizioni normativamente consentite, connessa alla prestazione del servizio di collocamento, con evidenza delle singole componenti”*, riportando *“la quota-parte percepita (in termini percentuali) sulle somme versate a vario titolo dall’investitore in relazione all’investimento nel fondo/comparto (ad esempio, commissioni di sottoscrizione, di gestione, ecc.)*. In presenza di più distributori con remunerazione differenziata, le SGR/SICAV dovrebbero poi, in relazione a ciascun intermediario, *“predisporre più moduli di sottoscrizione, indicando in ciascuno di essi lo specifico livello di remunerazione”*. Detti moduli, peraltro, in virtù di quanto previsto dall’articolo 16 del Regolamento Emittenti dovrebbero essere *“messi a disposizione del pubblico nel sito Internet degli offerenti e degli intermediari incaricati del collocamento ovvero della commercializzazione, con modalità che consentano di acquisirne copia su supporto duraturo”*.

L’obbligo di dare evidenza, nel modulo di sottoscrizione, alle retrocessioni erogate in favore dei soggetti distributori appare sistematicamente e praticamente del tutto ingiustificato.

Esso infatti trascura, sul piano sistematico, l’autonomia concettuale e disciplinare oggi riconosciuta al contratto di collocamento, inteso come fonte di un distinto rapporto tra distributore e cliente nell’ambito del quale deve propriamente allocarsi l’informativa all’investitore in ordine al livello e alla entità delle commissioni retrocesse dalla Società prodotto. In questo senso depone anche la considerazione secondo cui tale livello e tale entità risultano commisurati alla tipologia di impegni contrattuali assunti dal collocatore nei confronti del cliente proprio in forza del predetto contratto (cfr. art. 37 del Nuovo Regolamento Intermediari); e in questo senso si è del resto espressa questa stessa spettabile Commissione nel documento sugli esiti della consultazione al Nuovo Regolamento Intermediari.

Sul piano pratico, inoltre, un simile obbligo risulta privo di ogni utilità. Le SGR/SICAV sono infatti comunque tenute a comunicare, nell’ambito dell’informativa sugli incentivi, i criteri di calcolo di detti compensi, sicché non vi sarebbe, a fronte dell’ulteriore adempimento imposto alla SGR, alcun guadagno informativo o conoscitivo per l’investitore.

Vi è inoltre il rischio che la pubblicazione sul sito Internet (dell’offerente e degli intermediari incaricati della distribuzione) dei moduli di



sottoscrizione contenenti i meccanismi di retrocessione commissionale possa indurre gli operatori ad un sostanziale allineamento delle retrocessioni praticate, con il rischio di favorire, se non di incentivare, la formazione di pratiche collusive o cartelli, in danno della libertà concorrenziale e dell'interesse del cliente a selezionare i diversi prodotti anche in ragione del diverso livello di commissioni retrocesse al collocatore (e quindi del diverso atteggiarsi del conflitto di interessi che è alla base delle stesse).

Nel caso degli OICR esteri, poi, tale vincolo informativo non sembra coerente con il modello del prospetto "armonizzato": non rientra, infatti, nei poteri delle Autorità di Vigilanza domestiche arricchire il contenuto dell'informativa dovuta al mercato dalle Società estere tramite il modulo di sottoscrizione, inteso come parte integrante del prospetto. Peraltro, non sembra che l'informativa sulla *Key investor information*, in fase di definizione a livello comunitario, preveda l'indicazione dell' "entità" della remunerazione spettante ai distributori (cfr. *CESR's advice to the European Commission on the content and form of Key Information Document disclosures for UCITS*).

Si reputa pertanto ineludibile che codesta Autorità riveda la disciplina in questione tenendo conto delle indicazioni riportate nel documento tecnico (con riferimento sia allo schema degli OICR aperti, sia a quello dei fondi immobiliari nonché al modulo di sottoscrizione degli OICR esteri armonizzati).

**1.2 La tabella sulla scomposizione dell'importo versato.** Questa Associazione non ritiene di poter condividere la proposta della Commissione di introdurre negli schemi di prospetto degli OICR una tabella relativa alla "scomposizione dell'importo versato". Ed infatti le informazioni in esso richieste hanno scarso valore informativo, specie nel caso (frequente) in cui siano previsti costi fissi. In detta ipotesi, infatti, la percentuale indicata alla lettera D della tabella b.1 non solo varia notevolmente in funzione dell'importo minimo del versamento richiesto, ma neppure possiede particolare valore segnaletico del peso dei costi fissi. A conferma di tale orientamento si fa presente che anche nell'ambito del documento di consultazione del CESR sulle c.dd. *key investor information* tale modalità di rappresentazione dei costi fissi sembra essere stata accantonata.

## **B) Osservazioni sul contenuto degli schemi vigenti**

**1.3 L'obbligo di pubblicare il valore unitario della quota/azione sul quotidiano.** L'Assogestioni ritiene necessario cogliere l'occasione della presente consultazione per rinnovare la richiesta, già manifestata nell'ambito di precedenti consultazioni sul Regolamento Emittenti, di eliminare dagli schemi di prospetto degli OICR l'obbligo di pubblicazione su un "quotidiano" del valore unitario della quota/azione.

Si tratta, ancora una volta, di oneroso adempimento che non trova traccia nelle



disposizioni previste a livello comunitario, dalla direttiva 85/611/CEE (per gli OICR aperti) e dalla direttiva 2003/71/CE (per i fondi chiusi) nonché, a livello di ordinamento nazionale, dal Regolamento Banca d'Italia 14 aprile 2005 sulla gestione collettiva del risparmio (cfr. Titolo V, Capitolo I, Sezione II, paragrafo 4.6 del citato Regolamento).

Si chiede pertanto di rimettere alla discrezionalità valutativa delle SGR/SICAV la individuazione delle modalità attraverso le quali rendere pubblico il valore unitario delle quote/azioni di OICR.

#### **1.4 L'indicazione del *benchmark total return* nei prospetti degli OICR aperti.**

L'attuale versione della nota 21 contenuta nello schema di prospetto degli OICR aperti prevede che il meccanismo di capitalizzazione dei proventi del fondo debba essere riprodotto anche nel *benchmark* prescelto. Tale previsione è tuttavia basata sull'assunzione (errata) che il *benchmark* sia una misura di rendimento con cui confrontare il fondo, non invece una misura di rischio. La correzione di tale prospettiva e l'osservazione che i livelli di rischio della versione *price* e *total return* dello stesso *benchmark* sono sostanzialmente equivalenti (ciò ovviamente non vale per i livelli di rendimento), consente di concludere che, nella misura in cui nel prospetto viene data chiara evidenza della scelta del gestore per una delle due tipologie di *benchmark*, l'unico ulteriore vincolo che logicamente si impone è la coerenza del livello di rischio del fondo e di quello del *benchmark*, come peraltro recita, correttamente, il paragrafo cui la nota in questione si riferisce.

Ad ulteriore supporto della proposta di riformulazione della nota 21, si osserva che la grande maggioranza degli OICR lussemburghesi promossi da intermediari esteri e collocati in Italia in regime di armonizzazione non indicano, nell'ambito del rispettivo prospetto informativo, alcun *benchmark*. Tale fatto è da ricondurre, come ben noto, ad una maggiore flessibilità applicativa della disciplina del prospetto da parte dell'Autorità di vigilanza lussemburghese.

Ciò precisato, pur non volendo suggerire, al momento, analoga soluzione anche per la disciplina nazionale, si ritiene tuttavia opportuno insistere sull'opportunità di accogliere la proposta riformulazione della nota 21 al fine di riconoscere anche alla Società di gestione italiane un giusto (minimo) grado di flessibilità nella scelta del portafoglio di riferimento coerente con i rischi del fondo, ferma restando la necessità di darne adeguata (e dettagliata) *disclosure*.

## **2. La disciplina regolamentare degli OICR**

### **A) OICR aperti di diritto italiano**

**2.1 Aggiornamento del prospetto per variazioni conseguenti a modifiche soggette a sospensiva.** Al fine di contenere i costi a carico dei fondi derivanti dall'aggiornamento del prospetto informativo conseguente all'approvazione di



modifiche al regolamento di gestione soggette a sospensiva, si chiede di riconoscere la possibilità delle SGR (i) di aggiornare detto prospetto anche mediante pubblicazione della lettera ai partecipanti prevista dalla Banca d'Italia e (ii) di modificare e integrare il prospetto con le informazioni contenute nella lettera (o nell'eventuale supplemento) alla prima occasione utile e comunque in occasione dell'aggiornamento annuale (e non quindi, necessariamente, al termine del periodo di sospensione). Ciò si renderebbe possibile, ad avviso di questa Associazione, proprio in considerazione del fatto che la lettera o il supplemento verrebbero comunque predisposti secondo criteri volti ad assicurare una agevole comparazione delle informazioni modificate, rendendo di fatto irrilevante (o addirittura vantaggioso in termini di costi) per l'investitore uno spostamento in avanti del termine per la modifica materiale del prospetto.

## **B) OICR italiani chiusi**

**2.2 Coordinamento fra la disciplina dettata per gli emittenti strumenti finanziari quotati e gli obblighi generali per gli OICR chiusi.** Con specifico riferimento alla Sezione IV del Regolamento Emittenti contenente la disciplina degli OICR di diritto italiano istituiti in forma chiusa, appare opportuno sottolineare, innanzitutto, come la contemporanea applicazione delle disposizioni di cui al Capo I della Parte II e di quelle di cui alla Sezione I del Capo II della Parte II (art. 15) potrebbe non solo generare confusione apparendo, il più delle volte, fuorviante, ma tradursi in una inutile e onerosa duplicazione degli adempimenti, che finiscono per ripercuotersi sugli investitori.

Ciò non solo in ragione del fatto che tale tipologia di fondi soggiace, per intero, alla disciplina dalla direttiva 2003/71/CE relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e dal relativo Regolamento di attuazione, ma anche in virtù del fatto che, pur potendo l'offerta di tali prodotti protrarsi per un periodo superiore all'anno, il circoscritto periodo di validità del prospetto (dodici mesi) fa sì che la SGR sia, comunque, costretta a intraprendere presso la Consob l'istanza per un nuovo deposito.

E' per tale ragione che ci si domanda quale possa essere la *ratio* dell'applicabilità ai fondi chiusi di diritto italiano delle disposizioni di cui all'articolo 15, comma 2, del Regolamento Emittenti proposto in consultazione.

Per ciò che concerne, infatti, la messa a disposizione dei documenti ivi prevista, questa trova già disciplina nell'articolo 9 del medesimo Regolamento Emittenti; riguardo, invece, all'aggiornamento costante, si osserva come, da un lato, nel periodo di validità dell'offerta, anche questo adempimento sia già regolato dall'articolo 9 prima richiamato e, dall'altro lato, come la finalità dello stesso perda, di fatto, efficacia là dove alla fine di ciascun anno, anche per offerte che dovessero protrarsi oltre questo periodo, il prospetto perde comunque di validità.

Inoltre, anche qualora si volesse mantenere l'applicabilità della previsione in parola



per consentire la messa a disposizione e l'aggiornamento continuo dei prospetti contabili degli OICR chiusi, in aggiunta alle considerazioni appena svolte, si rileva come la pubblicazione e la messa a disposizione del pubblico dei predetti documenti trova già compiuta disciplina nel dettato normativo di cui all'articolo 3 del d.m. n. 228 del 1999.

Si chiede, quindi, di precisare che le disposizioni di cui all'articolo 15, comma 2, del Regolamento Emittenti prima richiamato trovino applicazione soltanto per OICR diversi da quelli istituiti in forma chiusa.

**2.3 Termini per l'approvazione del prospetto.** Riguardo ai termini per l'approvazione del prospetto di cui all'articolo 8 del Regolamento Emittenti si richiede la modifica del comma 5 in forza del quale la CONSOB è, comunque, tenuta a decidere sull'approvazione del prospetto entro sessanta, ovvero novanta giorni dalla presentazione della domanda iniziale, ancorché incompleta.

Sebbene la finalità della norma sia quella di *fornire al mercato certezze circa la durata dell'iter amministrativo di autorizzazione dei prospetti*, tali ulteriori termini non appaiono conformi al dettato normativo di cui alla direttiva prospetto in forza del quale se l'autorità competente non prende una decisione sul prospetto entro i termini previsti, *ciò non costituisce approvazione della richiesta*.

Posto che i termini di approvazione risultano già disciplinati dall'articolo 8, così come gli ulteriori termini di cui l'autorità può usufruire nel caso in cui la domanda o i documenti allegati risultino incompleti ovvero siano necessarie informazioni supplementari, qualora l'esigenza di prevedere un limite massimo di durata alle istruttorie della Consob dovesse essere mantenuta, sarebbe opportuno che, nel caso di OICR chiusi di diritto italiano, i predetti termini fossero ridotti, rispettivamente, da sessanta a quaranta giorni e da novanta a sessanta giorni, a seconda che si rientri nell'una o nell'altra ipotesi di cui ai commi 2 e 3 del medesimo articolo 8. Tali nuovi termini sono in linea con quelli normalmente utilizzati dalla CONSOB per l'approvazione dei prospetti di offerta e di ammissione alle negoziazioni di quote di OICR chiusi.

**2.4 Aggiornamento del prospetto.** Con riferimento all'aggiornamento del prospetto, che trova ora disciplina nel nuovo articolo 25 del Regolamento Emittenti, si richiede l'introduzione di un termine istruttorio più breve (in luogo di quello ordinario di dieci giorni) per l'approvazione dei prospetti di OICR italiani chiusi che prevedono emissioni successive di quote oltre i dodici mesi.

Il comma 4 dell'articolo 25 del Regolamento Emittenti prima richiamato, infatti, dovrebbe essere riformulato prevedendo un termine massimo di sette giorni entro il quale la CONSOB è comunque tenuta a pronunciarsi sull'approvazione, salva la possibilità per la stessa di interrompere i termini nel caso di incompletezza della domanda o della documentazione, ovvero in caso di necessità di richiedere informazioni supplementari.



La richiesta di una previsione in tal senso si spiega in ragione del fatto che il comma 4 è volto a disciplinare, più che un nuovo deposito in ragione della prevista scadenza di dodici mesi, una modalità di aggiornamento riferita a una fattispecie particolare rappresentata dai cosiddetti fondi semi-chiusi che prevedono, per l'appunto, più emissioni di quote, con cadenza regolare (es. ogni sei mesi) o meno, in relazione ai quali la SGR provvede a un mero aggiornamento delle informazioni già contenute nel prospetto depositato e aggiornato in corso d'anno a mezzo di supplemento.

Si fa del pari presente come l'introduzione di una previsione in tal senso, poiché più favorevole per l'emittente, non sembra trovare ostacoli nel dettato comunitario di riferimento rappresentato dalla direttiva prospetto e dal regolamento di attuazione.

Nel rimanere a disposizione per eventuali chiarimenti, si inviano distinti saluti.

Il Direttore Generale

All.: c.s.