

La trasparenza dei costi: le specifiche MIFID II e normativa PRIIPs 28 agosto 2017

Come ben noto agli operatori del settore, tra le novità che saranno apportate dalla MIFID II una delle più dirompenti potrebbe essere legata alla maggior trasparenza dei costi sui servizi/prodotti offerti.

Similmente, la normativa PRIIP (per ora meno alla ribalta della cronaca), agirà su tale lato con altrettanta decisione. Non che oggi, stante l'attuale regolamentazione, i costi dei servizi/prodotti finanziari non vengano (da qualche parte) dichiarati al risparmiatore (ad esempio nel KIID dei fondi); ma non è sacrilego affermare che, spesso, una certa complessità (non ci permetteremmo di dire opacità) rende arduo per il cliente finale avere un'idea concreta di quanto tali costi incidano sulle performance realizzate.

Proprio per questo, la MIFID II (e con essa il regolamento UE 2017/565) introduce una serie di regole molto più dettagliate in merito all'esposizione al cliente di costi ed oneri; ed ora, con la pubblicazione del **Documento di consultazione del Regolamento Intermediari emanato dalla Consob nel mese di Luglio, le specifiche in materia divengono ancor più chiare.**

Vediamo di cosa si tratta.

L'articolo 27 del nuovo Regolamento Intermediari (così come riportato nel Documento di consultazione) in merito ai requisiti generali delle informazioni che devono essere fornite ai clienti, specifica che tali informazioni si riferiscono, tra l'altro, ai costi e oneri connessi, comprese le informazioni relative sia ai servizi di investimento che ai servizi accessori, al costo dell'eventuale consulenza e dello strumento finanziario raccomandato o offerto in vendita al cliente e alle modalità di pagamento da parte del cliente, ivi inclusi eventuali pagamenti a terzi.

Le informazioni sui costi e oneri, compresi quelli connessi al servizio di investimento e allo strumento finanziario, non causati dal verificarsi di un rischio di mercato sottostante, sono presentate in forma aggregata per permettere al cliente di

conoscere il costo totale e il suo effetto complessivo sul rendimento e, se il cliente lo richiede, in forma analitica. Laddove applicabile, tali informazioni sono fornite al cliente con periodicità regolare, e comunque almeno annuale, per tutto il periodo dell'investimento.

Ma ancor più interessante è il rimando che il regolamento Consob fa **all'articolo 50** del regolamento UE 2017/565, appunto intitolato Informazioni sui costi e gli oneri connessi. In tale articolo si specifica, innanzitutto, che la comunicazione ai clienti delle informazioni sui costi e gli oneri deve essere effettuata sia ex ante sia ex post, e che le imprese di investimento devono presentare in forma aggregata quanto segue:

1. tutti i costi e gli oneri connessi applicati dall'impresa di investimento o da altre parti, qualora il cliente sia stato indirizzato a tali altre parti, per il servizio o i servizi di investimento e/o servizi accessori prestati al cliente;

2. tutti i costi e gli oneri connessi associati alla realizzazione e gestione degli strumenti finanziari.

I costi di cui alle lettere a) e b) sono elencati nell'Allegato II dello stesso regolamento. Ai fini della lettera a) i pagamenti di terzi ricevuti dalle imprese di investimento in connessione con il servizio di investimento fornito a un cliente sono dettagliati separatamente e i costi e gli oneri aggregati sono sommati ed espressi sia come importo in denaro che come percentuale.

L'Allegato II del regolamento UE 2017/565

L'Allegato II del regolamento UE presenta due tabelle distinte in cui vengono dettagliati i costi da inserire nelle comunicazioni al cliente. La Tabella 1 è relativa a tutti i costi e gli oneri connessi addebitati al cliente per il servizio o i servizi di investimento e/o servizi accessori che dovrebbero essere inseriti nell'importo da comunicare, mentre la Tabella 2 indica tutti i costi e gli oneri connessi inerenti allo strumento finanziario.

Lo stesso allegato evidenzia come alcune voci di costo, sebbene figurino in entrambe le tabelle, non sono ridondanti, perché si riferiscono in un caso al costo del prodotto e nell'altro al costo del servizio. Si tratta, ad esempio, delle voci relative alle commissioni di gestione: nella tabella 1 sono le commissioni di gestione addebitate dall'impresa di investimento che presta ai clienti il servizio di gestione del

portafoglio; nella tabella 2 ci si riferisce alle commissioni di gestione addebitate agli investitori dal gestore di un fondo d'investimento.

Similmente per le commissioni di intermediazione; nella tabella 1 esse indicano le commissioni pagate dall'impresa di investimento che negozia per conto dei clienti; nella tabella 2, le commissioni pagate dai fondi di investimento che negoziano per conto del fondo.

Proseguendo nella disamina dell'articolo 50 del Regolamento UE, viene specificato che quando una parte dei costi e degli oneri totali deve essere pagata o è espressa in valuta estera, le imprese di investimento forniscono l'indicazione di tale valuta, nonché dei tassi e delle spese di cambio applicabili. Le imprese di investimento forniscono inoltre informazioni riguardo alle modalità per il pagamento o altra prestazione.

In relazione alla comunicazione dei costi e degli oneri relativi ai prodotti che non sono inclusi nel documento contenente informazioni chiave per gli investitori (KIID) degli OICVM, le imprese di investimento calcolano e comunicano tali costi prendendo contatti, per esempio, con le società di gestione degli OICVM per ottenere le informazioni pertinenti.

Informazioni ex ante

Particolari regole sono previste per la comunicazione ex ante dei costi. Infatti, l'obbligo di fornire in tempo utile una comunicazione completa ex ante delle informazioni sui costi e oneri aggregati relativi allo strumento finanziario e al servizio di investimento o servizio accessorio fornito si applica alle imprese di investimento nelle situazioni seguenti:

- quando l'impresa di investimento raccomanda od offre in vendita degli strumenti finanziari ai clienti; oppure
- quando l'impresa di investimento che presta servizi di investimento è tenuta, ai sensi della legislazione dell'Unione applicabile, a fornire ai clienti un KIID degli OICVM o un documento contenente le informazioni chiave (KID) dei prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (cosiddetti PRIIP, vedi oltre) in relazione agli strumenti di finanziamento pertinenti.

Le imprese di investimento che invece non raccomandano od offrono in vendita uno strumento finanziario al cliente o che non sono tenute a fornirgli un KID/KIID ai sensi

della legislazione dell'Unione applicabile informano i clienti di tutti i costi e oneri relativi al servizio di investimento e/o servizio accessorio prestato.

Per calcolare ex ante i costi e gli oneri, le imprese di investimento utilizzano costi effettivamente sostenuti come modello per i costi e gli oneri previsti. Qualora non disponga di costi effettivi, l'impresa di investimento esegue stime ragionevoli di tali costi. Le imprese di investimento riesaminano le ipotesi ex ante sulla base dell'esperienza ex post e, laddove necessario, le adeguano.

Informazioni ex post

Le imprese di investimento, qualora abbiano raccomandato od offerto in vendita a un cliente uno o più strumenti finanziari o gli abbiano fornito il KID/KIID relativo a tale o tali strumenti finanziari e intrattengano o abbiano intrattenuto un rapporto continuativo con il cliente durante un anno, gli forniscono annualmente informazioni ex post su tutti i costi e gli oneri relativi sia allo strumento o agli strumenti finanziari che al servizio o ai servizi di investimento e servizi accessori.

Tali informazioni si basano sui costi sostenuti e sono fornite in forma personalizzata. Le imprese di investimento possono scegliere di fornire tali informazioni aggregate sui costi e gli oneri dei servizi di investimento e degli strumenti finanziari contestualmente alle eventuali relazioni periodiche destinate ai clienti.

Le imprese di investimento forniscono ai clienti un'illustrazione che mostri l'effetto cumulativo dei costi sulla redditività che comporta la prestazione di servizi di investimento. Tale illustrazione è presentata sia ex ante che ex post. Le imprese di investimento provvedono a che l'illustrazione soddisfi i seguenti requisiti:

- l'illustrazione mostra l'effetto dei costi e degli oneri complessivi sulla redditività dell'investimento;
- l'illustrazione mostra eventuali impennate o oscillazioni previste dei costi;
- l'illustrazione è accompagnata da una sua descrizione.

La normativa PRIIP (Packaged retail and insurance-based investment products)

Ormai da tempo sono stati definiti dall'articolo 1 del Testo unico della Finanza. Il PRIIP, cioè «prodotto di investimento al dettaglio e assicurativo preassemblato»,

ossia un prodotto ai sensi all'articolo 4, numero 3), del regolamento (UE) n. 1286/2014. Ma cosa sono esattamente questi PRIIP? Di cosa si tratta? Proviamo a ricostruire.

Nel 2014 venne emanato il Regolamento UE n. 1286/2014, relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti PRIIP. Nel primo considerando del regolamento, veniva messo in evidenza come “Agli investitori al dettaglio che ipotizzano di effettuare un investimento viene offerta una varietà sempre più ampia di prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (packaged retail and insurance-based investment products – PRIIP). Alcuni di questi prodotti offrono soluzioni di investimento pensate per le esigenze degli investitori al dettaglio e sono spesso abbinati a una copertura assicurativa, o possono essere complessi e di difficile comprensione. Le informative agli investitori attualmente previste per tali PRIIP non sono coordinate e spesso non sono in grado di aiutare gli investitori al dettaglio a confrontare i diversi prodotti e a comprenderne le caratteristiche. Di conseguenza, gli investitori al dettaglio hanno spesso fatto investimenti senza aver compreso i rischi e i costi associati, subendo in alcuni casi perdite impreviste.”

Si poneva quindi il problema di meglio definire cosa fosse un PRIIP, e di uniformare la normativa applicata in modo da rendere più trasparente la commercializzazione degli stessi. In particolare, l'obiettivo era quello di far sì che gli ideatori di PRIIP — quali i gestori dei fondi, le imprese di assicurazione, gli enti creditizi o le imprese di investimento — elaborassero un documento contenente le informazioni chiave per i PRIIP da essi ideati (cioè il corrispondente del già noto KIID dei fondi).

Il Regolamento UE n. 1286/2014 riporta le seguenti definizioni:

- «prodotto d'investimento al dettaglio preassemblato» o «PRIIP»: 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;

- «prodotto di investimento assicurativo»: un prodotto assicurativo 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;
- «prodotto d’investimento al dettaglio e assicurativo preassemblato» o «PRIIP»: qualsiasi prodotto che rientra in una delle definizioni di cui alle lettere a) [un PRIIP] e b) [un prodotto di investimento assicurativo] o in entrambe.

E’ facile notare che la definizione di PRIIP è così ampia da ricomprende una pletora di prodotti oggi collocati presso investitori al dettaglio. Per dare una idea veloce, riportiamo di seguito una tabella in cui vengono distinti i principali prodotti che rientrerebbero nella categoria PRIIP.

PRIIPs e NON PRIIPS: una sintesi

Il Regolamento UE n. 1286/2014 prevede poi che, “prima che un PRIIP venga messo a disposizione degli investitori al dettaglio, l’ideatore di PRIIP redige, per tale prodotto, un documento contenente le informazioni chiave conformemente ai requisiti stabiliti dal presente regolamento e pubblica il documento sul suo sito internet”. E’ il cosiddetto Key information document (KID).

Inoltre, il Regolamento indica la struttura che deve avere il KID. Il KID, infatti, è un documento sintetico strutturato in 8 sezioni, rubricate sotto forma di domande al fine di renderne semplice e comprensibile il contenuto. Le domande a cui risponde il KID sono le seguenti:

- Dati generali
- Cos’è questo prodotto?
- Quali sono i rischi e qual è il potenziale rendimento?
- Cosa accade se l’ideatore del PRIIP non è in grado di corrispondere quanto dovuto?
- Quali sono i costi?
- Per quanto tempo devo detenerlo? Posso ritirare il capitale prematuramente?
- Come presentare i reclami?
- Altre informazioni

Delle sezioni del KID, ci interessa qui soprattutto quella relativa ai costi.

Il KID, infatti, deve indicare i costi legati a un investimento nel PRIIP, comprendendo sia i costi diretti che quelli indiretti a carico dell'investitore al dettaglio, inclusi i costi una tantum e ricorrenti, presentandoli mediante indicatori sintetici e, per garantire la comparabilità, i costi complessivi espressi in termini monetari e percentuali, onde dimostrare l'incidenza composta dei costi complessivi sull'investimento.

Anche qui, così come sopra indicato per le nuove regole MIFID II, emerge la necessità di far comprendere al cliente quanto i costi incidono sulla performance. Si tratta di una novità rilevante che, specie per prodotti obbligazionari che investono in titoli a rendimenti molto bassi, potrebbe palesare all'investitore quanto le commissioni tendano ad annullare il risultato.

Inoltre, viene ribadito che i costi siano espressi sia in percentuale che in termini monetari. Su quest'ultimo aspetto, è interessante osservare quanto evidenziato in uno dei Considerando del Regolamento UE 2017/563, che integra il Regolamento del 2014, è cioè:

“le ricerche basate su test dei consumatori hanno dimostrato che gli investitori al dettaglio comprendono più facilmente valori monetari che percentuali. Piccole differenze dei costi espressi in percentuali possono tradursi in grandi differenze dei costi sostenuti dall'investitore al dettaglio espressi in termini monetari”.

Ma cosa dovrà effettivamente essere comunicato al cliente nella apposita sezione del KID?

Le specifiche si ritrovano nel Regolamento delegato UE 2017/653 che integra il regolamento del 2014. All'articolo 5 viene indicato che nella sezione «Quali sono i costi?» del documento contenente le informazioni chiave gli ideatori di PRIIP inseriscono quanto segue:

1. il metodo di calcolo dei costi di cui all'allegato VI;
2. le tabelle «Andamento dei costi nel tempo» e «Composizione dei costi» relative alle informazioni sui costi, come indicato nell'allegato VII conformemente agli orientamenti tecnici rilevanti in esso contenuti.

La tabella «Andamento dei costi nel tempo» riporta l'indicatore sintetico di costo dei costi aggregati totali del PRIIP come un numero unico in termini monetari e percentuali per i diversi periodi di tempo

Nella tabella «Composizione dei costi» gli ideatori di PRIIP specificano invece quanto segue:

- ai costi una tantum, come i costi di ingresso e di uscita, presentati in termini percentuali;
- i costi ricorrenti, come i costi annuali per le operazioni di portafoglio e altri costi ricorrenti per ciascun anno, presentati in termini percentuali;
- gli oneri accessori, come le commissioni di performance o il carried interest (commissione di overperformance), presentati in termini percentuali.

Gli ideatori di PRIIP inseriscono una descrizione di ciascun costo incluso nella tabella «Composizione dei costi» specificando le circostanze e le modalità in cui tali costi potrebbero essere diversi dai costi effettivamente sostenuti dall'investitore al dettaglio o potrebbero dipendere dalla scelta di quest'ultimo di esercitare o meno determinate opzioni.

Gli allegati al Regolamento delegato UE 2017/653

Gli allegati VI e VII del Regolamento delegato UE 2017/653 forniscono le specifiche in merito alle metodologie di calcolo dei costi e alle modalità di rappresentazione degli stessi. Rimandando a tali allegati per il dettaglio di tutte le voci, consideriamo qui il solo indicatore sintetico di costo.

L'indicatore sintetico di costo del PRIIP è definito come la riduzione del rendimento dovuta ai costi totali calcolati conformemente ai punti da 70 a 72 dell'allegato.

L'indicatore sintetico di costo è calcolato come differenza tra due percentuali, i e r , dove:

- r = tasso interno annuo di rendimento in relazione ai pagamenti lordi da parte dell'investitore al dettaglio e alla stima dei pagamenti di prestazioni a favore dell'investitore al dettaglio durante il periodo di detenzione raccomandato.
- i = tasso interno annuo di rendimento nel rispettivo scenario privo di costi.

Per quanto attiene invece la rappresentazione dei costi, nella tabella “Andamento dei costi nel corso del tempo” (vedi figura sottostante), dovrà essere evidenziata la diminuzione del rendimento (cosiddetto Reduction in Yield — RIY) che esprime l’impatto dei costi totali sostenuti sul possibile rendimento dell’investimento. I costi totali tengono conto dei costi una tantum, correnti e accessori.

La Tabella “Composizione dei costi” presenta invece:

- l’impatto, per ciascun anno, dei differenti tipi di costi sul possibile rendimento dell’investimento alla fine del periodo di detenzione raccomandato
- il significato delle differenti categorie di costi.

Reference Shelf

- F, Sasso F. (2017), Il regolamento PRIIPs, i nuovi RTS e il recepimento in Italia con il D.Lgs. 224/2016, Diritto Bancario, Approfondimenti
- Regolamento delegato UE 2017/653
- Regolamento UE 1286/2014
- Regolamento UE 2017/565
- Panebianco M. (2016), Il Regolamento PRIIPs e il nuovo KID Pronti a fronteggiare le richieste del Regolamento sui PRIIPs, PWC