

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

Milano, 8 giugno 2016

**Re: Documento di consultazione sui Principi guida sulle informazioni-chiave da fornire i clienti al dettaglio nella distribuzione di prodotti finanziari**

**CFA Society Italy<sup>1</sup>** (CFASI), l'associazione italiana che raggruppa i professionisti della finanza affiliata a **CFA Institute<sup>2</sup>**, apprezza l'opportunità di rispondere alla Consultazione CONSOB.

CFA Society Italy e CFA Institute condividono l'idea di incoraggiare i più elevati standard etici e professionali nella comunità finanziaria internazionale attraverso il Programma CFA®, il Programma CIPM® ed il Programma Claritas®.

Per raggiungere questi obiettivi, sia CFA Society Italy sia CFA Institute prendono frequentemente posizioni sulle principali tematiche riguardanti i mercati dei capitali e si impegnano nella formalizzazione e determinazione delle decisioni di *public policy* al fine di promuovere pratiche di mercato e comportamenti equi, trasparenti ed etici.

L'obiettivo è di creare un contesto nel quale gli interessi degli investitori sono messi al primo posto, i mercati finanziari funzionano nel miglior modo possibile e le economie prosperano. Per maggiori informazioni, potete consultare la sezione "**Market Integrity & Advocacy**" del nostro sito, [www.cfasocietyitaly.it/advocacy\\_meaning.aspx](http://www.cfasocietyitaly.it/advocacy_meaning.aspx) e [www.cfainstitute.org/ethics/integrity/Pages/index.aspx](http://www.cfainstitute.org/ethics/integrity/Pages/index.aspx).

Non esitate a contattarci nel caso desideriate degli approfondimenti sulle argomentazioni espresse<sup>3</sup>.

Distinti saluti,

Martino Panighel, CFA  
Advocacy Chair  
CFA Society Italy  
[martino.panighel@cfasi.it](mailto:martino.panighel@cfasi.it)

Matteo Cassiani, CFA  
Presidente  
CFA Society Italy  
[matteo.cassiani@cfasi.it](mailto:matteo.cassiani@cfasi.it)

---

<sup>1</sup> CFA Society Italy (CFASI), fondata nel 1999, è un'associazione senza scopo di lucro che raggruppa i professionisti che operano nel campo finanziario e che hanno scelto di condividere rigorosi standard di integrità, formazione ed eccellenza professionale. Tutti i 404 soci aderiscono al **Code of Ethics and Standards of Professional Conduct**, il codice di deontologia professionale promosso da CFA Institute. La maggior parte ha conseguito la qualifica di *Chartered Financial Analyst*, certificazione riconosciuta a livello internazionale quale *gold standard* di eccellenza professionale. Per ulteriori informazioni si veda il sito [www.cfasocietyitaly.it](http://www.cfasocietyitaly.it)

<sup>2</sup> CFA Institute è un'associazione professionale senza scopo di lucro che conta ad oggi 139.285 soci tra *investment analysts*, *portfolio managers*, *investment advisors* e altri professionisti del settore finanziario presenti in oltre 150 Paesi. Nell'Unione Europea è presente con 22 associazioni nazionali e 20.349 soci. L'associazione promuove programmi di aggiornamento professionale e pubblicazioni quali il **Financial Analyst Journal**, sviluppa standard di condotta e codici di autodisciplina come il **CFA Institute Code of Ethics and Standards of Professional Conduct**, i **Global Investment Performance Standards (GIPS®)** e l'**Asset Manager Code of Professional Conduct (AMC)**. Per ulteriori informazioni si veda il sito [www.cfainstitute.org](http://www.cfainstitute.org)

<sup>3</sup> Si ringraziano Denis Manzi, CFA, Laura Oliva, Monica Romanin, CFA e Giancarlo Sandrin, CFA per i contributi forniti all'elaborazione della risposta di CFA Society Italy.

## La consultazione

Consob richiede un'opinione in merito al documento "Principi guida sulle informazioni-chiave da fornire ai clienti al dettaglio nella distribuzione di prodotti finanziari".

## La risposta di CFA Society Italy

Innanzitutto CFA Society Italy condivide e apprezza gli sforzi che la Commissione in questi ultimi anni ha posto in essere per aumentare la tutela dei risparmiatori nell'ambito della distribuzione di prodotti finanziari ai risparmiatori. Come premessa si vuole sottolineare l'importanza di creare per tutti i prodotti distribuiti alla clientela un *level playing field*, siano essi prodotti assicurativi (a carattere anche finanziario), di risparmio gestito, strutturati o prettamente di carattere bancario (certificati di deposito e pronti contro termine, per citarne alcuni).

Concordiamo sul principio di proporzionalità secondo la quale tale trasparenza debba essere fornita in particolare per quei prodotti che non rientrano nei servizi di consulenza o di gestione di portafogli. Tuttavia riteniamo particolarmente utile fornire un livello minimo di trasparenza anche nell'ambito dei servizi di consulenza dove viene lasciata una parte di autonomia ai risparmiatori. In particolare questo si rende necessario nei servizi di consulenza dove sono previste le retrocessioni.

## Comunicazione sul rischio di mancata diversificazione

Spesso si sente dire che la diversificazione sia l'unico *free lunch* possibile sul mercato. Senza dover esasperare tale punto vogliamo però ricordare che la normativa UCITS IV prevede per gli OICR un limite massimo nell'investimento in strumenti mobiliari emessi da un unico intermediario pari a 5%, tale limite viene poi elevato in taluni casi al 10% (con il limite complessivo del 40% per dette posizioni), al 35% per i titoli di Stato e assimilabili e al 100% per i titoli di Stato (investendo in almeno 6 emissioni). Queste raccomandazioni vengono fornite come criterio prudente gestione per operatori professionali i quali si presuppone abbiano un'adeguata competenza tecnica per gestire portafogli di titoli.

Tali professionalità non sono certamente presenti in un investitore *retail*. Per tale motivo non potendo, ovviamente, imporre tali limiti alla distribuzione, ci pare però opportuno che, nel caso in cui l'investitore volesse investire almeno il 10% del proprio patrimonio (depositato presso l'intermediario) in un valore mobiliare soggetto al rischio di un unico emittente (esclusi i titoli di Stato e assimilati, e gli OICR che già prevedono una diversificazione a livello di emittente), l'intermediario sia obbligato a segnalare al cliente il pericolo legato ad una scarsa diversificazione di portafoglio.

## Aggiornamento delle comunicazioni contenute nella scheda-prodotto

E' opportuno che le informazioni contenute nella scheda prodotto siano non solo distribuite in occasione del collocamento o della vendita del prodotto finanziario ma anche aggiornate con periodicità almeno annuale e rese disponibili agli investitori anche tramite il sito web dell'emittente. In particolare, è opportuno che venga evidenziato l'aggiornamento relativo alla sezione rischi.

L'investitore avrà così l'opportunità di verificare direttamente l'esistenza di un cambiamento degli elementi di rischio.

## Sezione definizione indici di rischiosità bancaria

In merito alle comunicazioni di trasparenza da effettuare a seguito del recepimento della BRRD concordiamo con le linee guida riportate dalla Comunicazione n. 0090430 del 24-11-2015. Riteniamo opportuno l'utilizzo di una breve guida dedicata agli investitori *retail* il cui contenuto venga concordato con l'associazione di categoria. In aggiunta ai commenti già presenti nella raccomandazione ci parrebbe opportuno che l'intermediario mostrasse alcuni indici patrimoniali della banca al cliente, in particolare rapportandoli alla media europea e locale. Il particolare, ci pare congruo e imparziale l'utilizzo della *dashboard* trimestrale di EBA (<http://www.eba.europa.eu/risk-analysis-and-data/risk-dashboard>) che ripropone, oltre ai valori medi delle banche analizzate, anche dei livelli di attenzione differenti identificati cromaticamente.

		Traffic light		Sample of banks*				
		Current vs previous quarters for the worst bucket		151	153	153	153	151
RI	Threshold			201412	201503	201506	201509	201512
Solvency	Tier 1 capital ratio	> 15%	●	21.5%	14.1%	16.9%	27.6%	31.2%
		[12% - 15%]		48.3%	57.8%	64.0%	52.7%	60.4%
		< 12%		30.2%	28.1%	19.2%	19.6%	8.4%
Solvency	CET1 ratio	> 14%	●	19.4%	11.7%	19.6%	13.1%	26.3%
		[11% - 14%]		39.4%	50.1%	66.5%	73.8%	69.0%
		< 11%		41.2%	38.2%	13.9%	13.1%	4.6%
Credit Risk & Asset Quality	Ratio of non-performing loans and advances (NPL ratio)	< 3%	●	37.1%	39.5%	40.9%	41.1%	38.3%
		[3% - 8%]		46.3%	50.2%	50.1%	50.0%	54.8%
		> 8%		16.6%	10.3%	9.0%	8.9%	6.9%
	Coverage ratio of non-performing loans and advances	> 55%	●	9.7%	10.3%	10.4%	11.2%	11.1%
		[40% - 55%]		53.8%	53.7%	56.6%	54.4%	49.0%
		< 40%		36.5%	36.1%	33.0%	34.3%	39.9%
Forbearance ratio for loans and advances	< 1.5%	●	31.5%	31.3%	38.0%	38.9%	43.9%	
	[1.5% - 4%]		39.3%	41.1%	33.4%	32.8%	36.3%	
	>4%		29.1%	27.5%	28.6%	28.3%	19.8%	

In particolare valori come **Tier1 Capital Ratio**, **CET1 Ratio**, **NPL Ratio** e **Coverage ratio**, potrebbero fornire un'utile indicazione iniziale del livello di rischio della banca. Potrebbe essere inoltre opportuna l'**indicazione del rating** (ove presente) fornito da almeno una delle tre primarie agenzie. Tali parametri dovrebbero poi essere resi disponibili alla clientela con cadenza periodica tramite il sito della banca.

## Sezione Rischi dello strumento

L'utilizzo di un indicatore di rischio sintetico costruito sulle principali componenti di rischio e su una misura della complessità potrebbe aiutare a dare una visione più completa, ma al tempo stesso sintetica, del livello di rischiosità dei prodotti favorendo il confronto con strumenti differenti.

Proponiamo come spunto per una discussione un indicatore sviluppato *dalla Singapore Management University* (Benedict S.K. Koh, Francis Koh, David Lee Kuo Chuen, Lim Kian Guan, David Ng, and Phoon Kok Fai, Financial Analysts Journal, November/December 2015, Volume 71 Issue 6).

In ambiti simili si sono mossi anche la Danimarca e il Portogallo introducendo delle "Risk label" che contengono anche parametri di complessità.

Nella tabella 1 vengono proposti alcuni indicatori di rischiosità (Volatilità, Liquidità, Rating, Duration, Leva e Diversificazione). Ad ognuno è assegnato un peso. Inoltre per la parte diversificazione è prevista un ulteriore schema di valutazione (Tabella 2) che ne determina il valore Basso/Medio/Alto.

Infine i valori vengono sommati ottenendo un indice sintetico del rischio (Tabella 3).

Fattore di Rischio	Livello			Note
	Basso	Medio	Alto	
<i>Volatilità Annuale</i> Livello Punteggio	$\sigma \leq 5\%$ 1	$5\% < \sigma \leq 15\%$ 4	Sopra il 15% 9	<i>Misurato dalla Standard deviation</i>
<i>Liquidità</i> Livello Punteggio	Giornaliera 1	Mensile 2	Sopra il mese 3	<i>Disponibilità prezzi</i>
<i>Rating Creditizio</i> Livello Punteggio	Sopra A+ 1	BBB – A+ 3	BB+ o sotto 5	<i>Rating Medio</i>
<i>Duration</i> Livello Punteggio	$\leq 5$ 1	$5 < Dur. \leq 10$ 2	Duration > 10 3	<i>In anni</i>
<i>Leva</i> Livello Punteggio	Nessuna 1	2 X 3	Sopra 2 X 5	<i>Rispetto al capitale investito</i>
<i>Diversificazione</i> Livello Punteggio	Alto 1	Medio 2	Basso 3	<i>Si veda tabella successiva</i>

**Tabella 1:** Fattori di Rischio

Sottofattore DIVERSIFICAZIONE	Livello			Peso
	Basso	Medio	Alto	
<i>Geografica</i> Livello Punteggio	Paese 3	Regionale 2	Globale 1	0.2
<i>Asset Class</i> Livello Punteggio	1 3	2 2	3 1	0.4
<i>Settoriale</i> Livello Punteggio	1 3	2 2	3 1	0.2
<i>Concentrazione su singolo strumento</i> Livello Punteggio	100% 3	10% 2	5% 1	0.2

**Tabella 2:** Livello di diversificazione

**Calibrazione del rischio e creazione indice sintetico**

	1	2	3	4	5
Rischio	Basso	Sotto la media	Medio	Sopra la media	Elevato
Punteggio	6-8	9-11	12-15	16-19	20-28

**Tabella 3:** Calcolo indice finale

La tabella può essere inoltre adattata anche a strumenti diversi da note o obbligazioni, ad esempio sui fondi può essere fatta un'analisi sulla media dei sottostanti e nel caso di sottostanti azionari può essere preso di default il periodo di detenzione consigliato dall'emittente.

Per fare un esempio un'obbligazione strutturata emessa da una banca con rating BBB, scadenza 5 anni, il cui rendimento è legato ad un'opzione asiatica (es. media della performance tra peggiore e migliore) su un paniere dell'indice Eurostoxx50 avrebbe l'indice di rischio calcolato in Tabella 4.

Fattore di Rischio	Livello			Note
	Basso	Medio	Alto	
<i>Volatilità Annuale</i> Livello Punteggio			Sopra il 15% 9	<i>Misurato dalla Standard deviation passata</i>
<i>Liquidità</i> Livello Punteggio	Giornaliera 1			<i>Disponibilità prezzi</i>
<i>Rating Creditizio</i> Livello Punteggio		BBB – A+ 3		<i>Rating Medio</i>
<i>Duration</i> Livello Punteggio	≤ 5 1			<i>In anni</i>
<i>Leva</i> Livello Punteggio	Nessuna 1			<i>Rispetto al capitale investito</i>
<i>Diversificazione</i> Livello Punteggio			Basso 3	<i>Rischio è su di un unico emittente</i>

**Totale 9+1+3+1+1+3= 18**

**Tabella 4:** Esempio di valutazione del rischio per Bond Bancario

Esempio per Fondo obbligazionario governativo area euro con *duration* 6 anni

Fattore di Rischio	Livello			Note
	Basso	Medio	Alto	
<i>Volatilità Annuale</i> Livello Punteggio	$\sigma \leq 5\%$ 1			<i>Misurato dalla Standard deviation passata</i>
<i>Liquidità</i> Livello Punteggio			Giornaliera 1	<i>Disponibilità prezzi</i>
<i>Rating Creditizio</i> Livello Punteggio		BBB – A+ 3		<i>Rating Medio bond sottostanti</i>
<i>Duration</i> Livello Punteggio		$5 < Dur. \leq 10$ 2		<i>In anni</i>
<i>Leva</i> Livello Punteggio	Nessuna 1			<i>Rispetto al capitale investito</i>
<i>Diversificazione</i> Livello Punteggio		2.4		<i>Euro bond governativi</i>

**Totale 1+1+3+2+1+2= 10**

**Tabella 5:** Esempio di calcolo del rischio per Fondo obbligazionario governativo

### Sezione rendimenti

Si ritiene opportuno rendere obbligatorio l’inserimento di taluni scenari deterministici, c.d. “*what if*”, al fine di informare l’investitore in termini concreti (numerici) su quale potrebbe essere l’oscillazione di valore di uno strumento finanziario in risposta a variazioni ipotizzate di una o più variabili dalle quali dipende il valore dello strumento stesso. Il ricorso a scenari deterministici offre all’investitore *retail* la possibilità di farsi un’idea chiara di come movimenti avversi (o non) di certe variabili possano impattare sul valore dei propri risparmi.

A titolo di esempio, la sezione rendimenti di un’obbligazione bancaria di durata pluriennale a tasso fisso dovrebbe contenere alcune simulazioni degli effetti sul prezzo conseguente ad un sensibile rialzo della curva dei rendimenti. Non è raro, purtroppo, imbattersi in investitori *retail* che faticano a comprendere il motivo per cui, durante la vita di un’obbligazione, il suo prezzo possa oscillare anche di molti punti percentuali.

Il ricorso a simulazioni di scenari deterministici richiederebbe, ovviamente, valutazioni su quali variabili utilizzare a seconda del tipo di strumento e darebbe la possibilità di evidenziare sia agli effetti positivi sia quelli negativi sui prezzi dello strumento finanziario. Sempre con riferimento all’obbligazione bancaria di durata pluriennale a tasso fisso di cui sopra, sarebbe opportuno proporre sia lo scenario di un calo del prezzo in caso di aumento dei tassi di riferimento sia quello di un aumento del prezzo in caso di una diminuzione del tasso di riferimento.

## Sezione disclosure costi di prodotto

La componente costo è un elemento fondamentale per valutare il rendimento netto atteso dell'investimento. Per tale motivo **dovrebbe essere ben esplicitata e proposta su di un foglio a sé stante** per concentrare l'attenzione del cliente. L'attuale indicazione posta dai PRIIPS ha portato ad alcune critiche in merito a come alcuni costi vengono esplicitati. L'idea, però, di standardizzare la pubblicazione dei costi per prodotti differenti rimane importante.

Sarebbe opportuno indicare il dettaglio legato allo **split di costi tra emittente e distributore in un medesimo schema** (distinzione tra l'altro richiesta dalle modifiche apportate con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 al regolamento intermediari). Nel contempo sarebbe utile che al costo totale in % fosse **abbinato un valore assoluto** prendendo come base un investimento di €10.000

Tra le varie componenti di costo spesso viene inserita una commissione di performance. Sarebbe utile **eliminare la prassi di legare le performance fee a indici di tipo price** che non tengano conto dello stacco dividendi, in quanto tale modalità rappresenta un costo occulto per l'investitore non potendo essere per definizione definita sovraperformance legata a capacità gestionali. Nel momento in cui tale commissione fosse presente sarebbe inoltre importante specificare la presenza di un cosiddetto livello di *highwater mark*. In particolare per l'investitore *retail* dovrebbe essere specificato se è possibile da parte dell'emittente/gestore applicare commissioni di sovraperformance nel caso in cui il valore dell'investimento fosse inferiore rispetto al capitale precedentemente investito e se eventuali sovraperformance fossero dedotte delle precedenti eventuali sottoperformance. Infine per semplificare l'interpretazione e quantificare il potenziale impatto di una commissione di performance potrebbe essere utile proporre una simulazione standard di rendimento sulla base delle passate performance del prodotto (o su una simulazione di come si sarebbe comportato sulla base dei benchmark).

Per quanto riguarda i prodotti strutturati, ad oggi i risparmiatori possono verificare in maniera relativamente facile i costi legati al collocamento. Manca però un'indicazione chiara sugli altri costi impliciti nella struttura, tali prodotti hanno infatti delle componenti economiche per l'emittente basate sul costo del *funding* per la struttura, sui costi di *hedging* (costo delle opzioni per costruire il *pay-off* del prodotto) e sull'ulteriore margine di profitto che l'emittente decide di applicare sopra l'*hedging*. Difficilmente si può ottenere una distinzione *equa* delle varie voci, però è possibile ottenere quantomeno una stima del costo totale per la copertura (inclusivo del margine per la banca). Tale componente rappresenterebbe comunque un costo per il risparmiatore e l'esplicitazione di tale costo potrebbe aumentare la competizione tra emittenti per ridurre tali margini (maggior efficienza nell'*hedging* e/o minori margini di profitto per l'emittente).

Nella componente dei costi dovrebbero inoltre essere considerati o quantomeno menzionati i **costi per la liquidazione o il disinvestimento della posizione**. Per quanto riguarda i prodotti strutturati quotati dovrebbero essere indicati gli obblighi di spread massimo, ad esempio per i certificati ammessi al Sedex. Molto spesso il *liquidity provider* è l'emittente stesso che con l'attività di *market making* può in alcuni casi ottenere un rendimento ulteriore.

Prezzo di riferimento (Euro)	Spread massimo
Inferiore o uguale a 0,003	180 %
0,0031 – 0,3	50 %
0,3001 – 1,5	20 %
1,5001 – 3	15 %
3,0001 – 30	7,5 %
Superiore a 30	3,5 %

Tabella 6: Spread Borsa Italiana Sedex



Riprendendo questi concetti e alcuni degli schemi proposti dal **regolamento sui PRIIPS** proponiamo un esempio schematico di rappresentazione dei costi per due tipologie di prodotti, un fondo ed un'obbligazione strutturata.

Ad esempio prendiamo il caso (A) di un fondo (SICAV) azionario Europeo con entry fee 2%, exit fee 2% al primo anno che scala a 1,5% al secondo 1% al terzo e 0 dopo il terzo. Performance fee 10% sopra MSCI Europe TR (obiettivo sovraperformance al netto delle management fee del 2%). TER 1,8%. Il distributore riceve lo 0,7% sulla management fee del fondo come retrocessione, oltre alle entry ed exit fee. Infine consideriamo il caso (B) di un bond strutturato con capitale protetto annualmente all'85% che prevede un *upfront* del 3% al collocatore e la cui strutturazione ha un costo totale (comprensivo del costo di *hedging*) dell'1,5% p.a.

#### CASO A

		Disinvest. A 1 anno	Disinvest. A 3 anni	Disinvest. A 5 anni
Una tantum	Entry fee /upfront	2%	0,66%	0,4%
	Exit Fee	2%	1%	0%
Ricorrenti	TER (fondi)/ costi annui	1,8%	1,8%	1,8%
Costi aggiuntivi	Performance Fee*	0,2%	0,2%	0,2%
<b>Costo Totale annuo</b>	<b>In percentuale</b>	<b>6%</b>	<b>3,66%</b>	<b>2,4%</b>
	<b>In assoluto su €10k</b>	<b>€600</b>	<b>€366</b>	<b>€240</b>
Costo emittente		1,3%	1,3%	1,3%
Costo distributore		4,7%	2,36%	1,1%

\*Se il fondo è esistente da più di 5 anni si possono prendere le sovraperformance passate, altrimenti a scopo indicativo si può prendere il l'obiettivo dichiarato dal gestore.

#### CASO B

		Disinvest. A 1 anno	Disinvest. A 3 anni	Disinvest. A 5 anni
Una tantum	Entry fee /upfront	3%	1%	0,6%
	Exit Fee	0%	0%	0%
Ricorrenti	TER (fondi)/ costi annui	1,5%	1,5%	1,5%
Costi aggiuntivi	Performance Fee	0%	0%	0%
<b>Costo Totale annuo*</b>	<b>In percentuale</b>	<b>4,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,1%</b>
	<b>In assoluto su €10k</b>	<b>€450</b>	<b>€250</b>	<b>€210</b>
Costo emittente		1,5%	1,5%	1,5%
Costo distributore		3%	1%	0,6%

\*AVVERTENZA PER L'INVESTITORE: La liquidazione prima della scadenza del prodotto può avvenire sul mercato regolamento XXX che prevede questi limiti massimi di spread (differenza percentuale tra proposte in acquisto e vendita).



#### Disclosure sui costi per i titoli obbligazionari di emissione bancaria

Le emissioni obbligazionarie bancarie rimangono difficilmente inseribili in questi schemi perché i costi impliciti sono difficilmente inquadrabili nel classico schema delle fee.

In questo caso oltre ad un conflitto di interessi e ad un processo di risoluzione in caso di crisi bancaria differente rispetto ai classico schemi fallimentari, ci sarebbe un potenziale costo implicito nel rendimento proposto dalla banca sulle proprie emissioni. Potenzialmente la banca potrebbe offrire un rendimento inferiore rispetto al rendimento che sarebbe richiesto da un investitore istituzionale per acquistare quello specifico titolo. L'investitore *retail*, infatti, difficilmente avrebbe la sensibilità di valutare, non solo il rischio, ma anche la congruità del rendimento proposto dalla banca. A tal proposito sarebbe utile fornire al cliente un indicazione di rendimento medio per un bond di pari o simile scadenza e medesimo rating del settore finanziario.