

Milano, 29 gennaio 2015

PRIMA ANALISI DELLA COMUNICAZIONE CONSOB SULLA DISTRIBUZIONE DI PRODOTTI COMPLESSI AI CLIENTI *RETAIL*

1. PREMESSA

In data 22 dicembre 2014, la CONSOB ha pubblicato la Comunicazione n. 0097996/14 concernente la distribuzione di prodotti finanziari complessi ai clienti al dettaglio (c.d. *retail*) (la **Comunicazione**), all'esito di un procedimento di consultazione avviato in data 28 maggio 2014.

Come segnalato dalla stessa CONSOB, la Comunicazione si colloca in linea di continuità con la normativa europea in materia vigente e di futura applicazione (MiFID, direttiva attuativa della MiFID e MIFIR) e con l'approccio seguito dall'*European Securities and Markets Authority* (**ESMA**) nel contesto delle due *Opinion* del 2014¹, richiamate nella Comunicazione.

Si osserva preliminarmente che la Comunicazione non sembra avere un impatto critico, in particolar modo da un punto di vista organizzativo, operativo e di *compliance* in generale, per i principali operatori nel mercato italiano.²

Ciò anche perché l'intervento della CONSOB:

- (i) si sostanzia, sotto il profilo formale, in una serie di "raccomandazioni" al mercato di prassi da adottare su base volontaria, in conformità con la normativa e gli orientamenti europei nel quadro MIFID ("*a specificazione e complemento delle cautele previste nelle Opinion ESMA*") e, soprattutto, con le migliori "*good practices*" operative, organizzative e di *compliance* in generale, spesso già adottate in Italia in relazione alla commercializzazione di prodotti "complessi"; e
- (ii) riconosce un certo grado di flessibilità interpretativa e operativa ai soggetti destinatari della Comunicazione, in un'ottica di "responsabilizzazione" degli stessi intermediari, laddove:

¹ Si tratta delle *Opinion "MiFID practices for firms selling complex products"* del 7 febbraio 2014 dell'*Opinion "Good practices for product governance arrangements"* del 27 marzo 2014 e dello *statement "Potential Risks Associated with Investing in Contingent Convertible Instruments"* del 31 luglio 2014. In tali documenti, l'ESMA formula interpretazioni e raccomandazioni nei confronti degli operatori del mercato e delle autorità competenti, analizzando i profili di rischio connessi all'investimento da parte di clienti *retail* in prodotti complessi nonché il recepimento dei presidi comunitari posti a tutela degli interessi degli investitori *retail* negli ordinamenti giuridici e l'attuazione degli stessi nei mercati degli stati membri, a partire dalla fase del *design* e sviluppo dei prodotti complessi fino a quella della commercializzazione degli stessi.

² Si segnala che le raccomandazioni **non** trovano applicazione per gli intermediari comunitari presenti in Italia in regime di libera prestazione di servizi - salvo il caso in cui essi svolgano attività qualificabile come "offerta fuori sede" per il tramite di promotori finanziari - come segnalato da ACEPI in sede di consultazione e confermato dalla CONSOB negli "*Esiti della consultazione*" (pag.13).

- (a) fornisce raccomandazioni sui presidi da adottare differenziate anche in funzione delle caratteristiche dei prodotti, riservando quelli più stringenti soltanto a taluni prodotti complessi di cui ai punti da (i) a (v) di cui all'Allegato alla Comunicazione, e
- (b) ribadisce la relatività del concetto stesso di “complessità” dei prodotti finanziari e, quindi, la non esaustività delle tipologie di prodotti complessi individuati nell'Allegato alla Comunicazione, rimettendone l'ulteriore individuazione agli intermediari.

Di tal modo, la Comunicazione – in linea con quanto auspicato dagli operatori nel processo di consultazione e in conformità alla vigente normativa europea applicabile e agli orientamenti dell'ESMA – declina compiutamente l'esigenza primaria della realizzazione di un'adeguata e rafforzata tutela degli interessi dei clienti *retail* tenendo in considerazione anche il contesto nazionale³ e, implicitamente, l'impatto delle misure raccomandate sulla competitività del mercato, degli emittenti e dei collocatori italiani rispetto ai *competitors* stranieri, nonché sulla raccolta degli emittenti e sui ricavi degli intermediari.

In particolare, la Comunicazione (i) non richiede la combinazione necessaria del servizio della consulenza c.d. “evoluta” con la distribuzione dei prodotti aventi caratteristiche di “elevata complessità”,⁴ (ii) raccomanda – come indicato di seguito – un’“attenzione rafforzata” da parte degli intermediari a seguire alcune regole e *standard* di condotta in linea con le indicazioni dell'ESMA, (iii) individua taluni prodotti complessi normalmente da non consigliare né distribuire in via diretta, e che possono essere destinati alla clientela *retail* soltanto ove venga assicurata l'adozione di taluni presidi di tutela, significativamente rafforzati rispetto alle altre categorie di prodotti.

L'intervento della CONSOB non critica le prassi organizzative e distributive maggiormente diffuse al momento in Italia in relazione ai prodotti “complessi”, rappresentando anzi una indiretta conferma circa la generale sostanziale adeguatezza ed efficienza delle procedure predisposte dagli intermediari operanti nel mercato italiano dei prodotti “complessi” destinati alla clientela *retail*.

Ad ogni modo, ci si attende che gli operatori italiani effettuino comunque, a seguito e sulla base della Comunicazione, approfondite valutazioni circa l'adeguatezza dei presidi in essere e l'opportunità di ulteriori potenziali azioni di “valorizzazione” e rafforzamento degli stessi.

2. LA “COMPLESSITÀ” DI UN PRODOTTO FINANZIARIO

Sebbene la Comunicazione contenga nell'Allegato un elenco di prodotti finanziari a complessità “molto elevata” e tale elenco copra una gamma amplissima di prodotti, molto eterogenei tra loro (*i.e.*, UCITS, polizze assicurative, strumenti derivati, vari tipi di obbligazioni), la CONSOB al tempo stesso riconosce i

³ Come segnalato anche dalle associazioni degli intermediari (tra cui ACEPI e ABI in sede di consultazione), non ci sono evidenze di una “patologia italiana” che rende necessarie misure generali regolamentari “invasive” e ulteriori rispetto a quelle esistenti e apprestate in sede comunitaria e domestica, ferma restando la possibilità di valorizzare e declinare in misura ancora più efficace i presidi sul piano dell'informativa alla clientela, della *due-diligence* sui prodotti e del servizio di consulenza.

⁴ Il documento di consultazione proponeva, infatti, l'abbinamento sistematico della consulenza evoluta alla vendita di sette categorie di prodotti aventi caratteristiche di “elevata complessità” (proposta che, sul piano fattuale, si sarebbe tradotta in una moratoria rispetto a tali prodotti poiché nessun intermediario è al momento in grado di fornire tale servizio di consulenza). Tale raccomandazione all'abbinamento sistematico con un servizio di consulenza “*ad alto valore aggiunto*” è ora prevista, con connotati diversi, come una delle cautele da considerare in relazione alla decisione degli intermediari di commercializzare i prodotti di cui ai punti da (i) a (v) dell'Allegato alla Comunicazione.

limiti delle categorizzazioni dei prodotti sulla base di una loro presunta complessità e alla luce della continua evoluzione finanziaria e:

- (i) segnala che non sussiste una relazione biunivoca tra il concetto di complessità e quello di rischiosità, e che un prodotto “complesso” può essere caratterizzato da bassa rischiosità, mentre un prodotto “semplice” può, al contrario, essere altamente rischioso,
- (ii) pur non identificando prodotti finanziari che non possono *tout court* e sistematicamente essere distribuiti alla clientela *retail*, indica agli intermediari alcuni elementi da considerare ai fini delle autonome valutazioni interne da parte degli stessi per l’individuazione di strumenti con livelli di complessità analoghi o superiori a quello dei prodotti complessi di cui all’Allegato alla Comunicazione, quali: (i) presenza di elementi opzionali, di condizioni e/o meccanismi di amplificazione dell’andamento del sottostante (c.d. "effetto leva") nella formula di determinazione del *payoff* del prodotto finanziario, (ii) limitata osservabilità del sottostante (in particolare con riferimento agli indici proprietari, a sottostanti non negoziati in mercati trasparenti, a portafogli di crediti cartolarizzati), e (iii) illiquidità o difficoltà di liquidabilità dell’investimento. In tale ottica, la negoziazione dello strumento finanziario o del sottostante in *trading venues* può contenere il rischio legato all’illiquidità o alla scarsa liquidabilità del prodotto, influenzando positivamente sulla valutazione della complessità di quest’ultimo.

Ciò posto, appare ragionevole dedurre che gli ulteriori prodotti finanziari che l’intermediario è invitato a individuare aventi complessità “analogha o superiore”, rispetto a quelli individuati dalla CONSOB, possono essere soggetti **soltanto alle misure di “attenzione rafforzata”** (di seguito indicate) e non alle ulteriori misure tratteggiate per i prodotti “normalmente non adatti alla clientela *retail*”, in considerazione del carattere eccezionale dei presidi raccomandati per tali ultime tipologie di prodotti finanziari.

3. LE MISURE RACCOMANDATE DALLA CONSOB

Le indicazioni della CONSOB nella Comunicazione enfatizzano soprattutto le regole di condotta da osservare da parte degli intermediari tenuti, infatti, a una valutazione dell’interesse dell’investitore in ogni fase del processo d’intermediazione e, in particolare:

- Al punto 4.1

vengono richiamate le indicazioni fornite dall’ESMA nelle *Opinion* e, segnatamente, si chiede:

- a. di seguire il “criterio della coerenza” tra i prodotti offerti e i profili della clientela nel corso dell’intero processo di intermediazione e, pertanto, non solo nella fase finale dell’offerta/distribuzione dei prodotti finanziari, bensì anche nella fase iniziale della progettazione e ingegnerizzazione degli stessi, e
- b. di condurre autonome valutazioni per delimitare *ex ante* la gamma dei prodotti da offrire/distribuire, coerentemente alla propria tipologia di clientela, escludendo i prodotti che, per caratteristiche intrinseche, non sono adatti a soddisfare le esigenze di investimento di quest’ultima.

- Al punto 4.2

vengono fornite ulteriori “raccomandazioni della CONSOB” che si sostanziano in pratica in un insieme di cautele (di “**attenzione rafforzata**”) - di seguito descritte - nel rispetto, in ogni caso, dei presidi comunitari e degli orientamenti dell’ESMA di cui alle *Opinion* - da utilizzare qualora l’intermediario decida di inserire

nella propria gamma d'offerta le tipologie di prodotti di cui all'Allegato alla Comunicazione, considerati tutti a complessità elevata.

Si segnala che i presidi di "attenzione rafforzata" di cui al punto 4.2.2 della Comunicazione appaiono, anche da un punto di vista fattuale, riconducibili all'operatività degli intermediari con la clientela *retail* nel **mercato primario esclusivamente**, piuttosto che nel mercato secondario.

Ciò anche per la normale assenza di *inducement* e conflitti significativi (vedi per esempio l'assenza di accordi di collocamento) in capo all'intermediario e la generale inapplicabilità pratica dei presidi di "attenzione rafforzata" da parte degli intermediari nella fase di mercato secondario.

Più precisamente la Comunicazione:

- (A) richiede (al punto 4.2.1) all'intermediario di effettuare costantemente una adeguata due diligence su tutti i prodotti complessi "che intende inserire nella propria gamma di offerta commerciale", al fine di accertare in concreto se tali prodotti, inclusi o meno nell'elenco di cui all'Allegato alla Comunicazione (avente, come già indicato a più riprese, carattere esemplificativo e non esaustivo), non siano atti a soddisfare gli interessi della propria clientela *retail* o che non siano disponibili informazioni sufficienti affinché l'investitore possa pervenire a consapevole decisione di investimento. In tale ipotesi, l'intermediario si asterrà dal consigliare o dall'offrire detti prodotti.

Tale auspicata *due diligence* potrebbe potenzialmente comportare l'adozione di misure di integrazione o specificazione della c.d anagrafica da parte degli intermediari.

Sia in ragione del linguaggio adottato dalla Comunicazione, sia di evidenti ostacoli fattuali, **tale due diligence sui prodotti è da intendersi raccomandata solo per i prodotti pro futuro commercializzati dall'intermediario** e non, quindi, con efficacia retroattiva per quelli già esistenti nei portafogli della clientela.

- (B) nel caso in cui, a esito della suddetta *due diligence*, i prodotti complessi siano inseriti nella gamma dell'offerta commerciale degli intermediari, la CONSOB invita (al punto 4.2.2) questi ultimi a prestare un'"*attenzione rafforzata*", declinata come segue:
- i. gli accordi tra emittente e collocatore devono essere articolati in modo tale da "non incrementare i conflitti di interesse" legati all'offerta,
 - ii. le metodologie utilizzate ai fini della mappatura dei prodotti devono consentire l'effettiva rilevazione di ogni possibile profilo di complessità e dei costi connessi a tali prodotti,
 - iii. la profilatura della clientela deve essere effettuata in modo accurato sulla base di informazioni oggettive e dettagliate sul cliente (che siano acquisite mediante "*tecniche indirette*") e della propensione al rischio di quest'ultimo.

Al riguardo, non appare chiara la raccomandazione di acquisire informazioni mediante "tecniche indirette", generalmente intendendosi come tali tutte le modalità che non si basino (esclusivamente) sull'autovalutazione da parte del cliente stesso.

- iv. l'informativa alla clientela deve contenere una rappresentazione puntuale, chiara e semplice, di ogni costo, anche implicito, nonché del rischio di credito, del rischio di mercato, del rischio di liquidità e di qualsiasi ulteriore tipologia di rischio connesso ai prodotti complessi.

Si segnala che gli intermediari già forniscono (anche nella scheda prodotto) alla propria clientela *retail* in Italia la rappresentazione del rischio di credito, del rischio di mercato, del rischio di liquidità e di ulteriori tipologie di rischio, nonché l'ISR (un indicatore sintetico di rischio)⁵.

4. MISURE IN MATERIA DI PRODOTTI A COMPLESSITÀ MOLTO ELEVATA “NORMALMENTE NON ADATTI” ALLA CLIENTELA RETAIL

Come sopra menzionato, la CONSOB raccomanda in generale “*misure di attenzione rafforzata*” per tutte le tipologie di prodotti complessi, ivi inclusi quelli elencati nell'Allegato alla Comunicazione, ma prevede anche (al punto 4.2.3) ulteriori misure per i prodotti di cui ai punti da (i) a (v) dell'allegato alla Comunicazione, più stringenti in ragione della loro supposta maggiore complessità.

L'assenza di una nozione univoca di prodotto complesso e di una tipizzazione normativa di molte delle categorie di prodotti complessi comprese nell'Allegato alla Comunicazione, può rendere difficile la qualificazione di alcuni prodotti ai fini della riconducibilità degli stessi alle categorie di cui all'Allegato.

Ciononostante, per le prime cinque tipologie sono comunque individuate raccomandazioni “speciali”, basate su una presunzione di inadeguatezza “strutturale” alla commercializzazione alla clientela *retail* (“*prodotti normalmente non adatti alla clientela retail*”).

CONSOB raccomanda infatti agli intermediari di non consigliare, né di distribuire in via diretta tali prodotti, neanche nell'ambito di servizi di ricezione e trasmissione di ordini, assistiti o meno dal servizio di consulenza c.d. “base”, salvo che nell'ambito dei servizi di gestione individuale o collettiva, in quanto, in tale ultimo caso, la decisione di investimento viene adottata per conto del cliente e in conformità allo specifico mandato ricevuto nell'ambito del servizio di gestione.

Tale presunzione d'inadeguatezza può essere tuttavia superata, ai sensi della Comunicazione, laddove vengano adottati dagli intermediari una serie di presidi di condotta e organizzativi ulteriori rispetto a quelli applicabili all'attività di distribuzione degli altri prodotti complessi di cui all'Allegato alla Comunicazione, “*per contenere l'innalzato rischio di non conformità*”.

In particolare, la Comunicazione individua al punto 4.2.3 i seguenti prodotti finanziari complessi, elencati in via esaustiva nella Comunicazione, come normalmente non adatti alla clientela retail:

- i. prodotti finanziari derivanti da operazioni di cartolarizzazione di crediti o di altre attività, quali, a titolo esemplificativo, Asset Backed Securities;
- ii. prodotti finanziari per i quali, al verificarsi di determinate condizioni o su iniziativa dell'emittente, sia prevista la conversione in azioni o la decurtazione del valore nominale, quali, a titolo esemplificativo, *contingent convertible bonds*, prodotti finanziari qualificabili come *additional tier 1* ai sensi dell'art. 52 del Regolamento UE n. 575/2013 (c.d. CRR) relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese d'investimento).

⁵ Peraltro, la descrizione di tali rischi è oggetto di specifica ed estesa *disclosure* nei prospetti redatti ai sensi della Direttiva 2003/71/CE, del Regolamento n.809/04/CE, e approvati dalla relativa autorità di vigilanza, nella relativa sezione sui fattori di rischio generici e specifici che devono essere considerati dagli investitori prima di qualsiasi decisione di investimento.

A fini di chiarezza, si precisa che è ragionevole ritenere che in tale categoria di prodotti complessi **non** rientrino quelli che comportino una decurtazione del valore di liquidazione degli stessi, al verificarsi di alcune condizioni specificate nel relativo regolamento, quali la scadenza anticipata;

- iii. prodotti finanziari *credit linked* (che siano quotati o meno) esposti a un rischio di credito di soggetti terzi, in quanto “*il pay-off dello strumento è collegato al verificarsi di eventi di credito ex se complessi da comprendere e/o rimessi a valutazioni discrezionali di entità terze*”;
- iv. strumenti finanziari derivati di cui all'art. 1, comma 2, lettere da d) a j) del decreto legislativo n. 58/1998 come modificato (il **TUF**) – tra cui, *inter alia*, i contratti di opzione, *future*, *swap* e altri accordi per scambi futuri di tassi di interesse e merci, strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito e contratti finanziari differenziali – con finalità diverse da quelle di copertura, non negoziati in trading venues⁶; e
- v. prodotti finanziari strutturati che non prevedono l'integrale restituzione del capitale (ossia a capitale non interamente e incondizionatamente protetto), non negoziati in trading venues.

Qualora l'intermediario decida di orientarsi in senso difforme rispetto a quello auspicato nella Comunicazione sui limiti alla distribuzione dei prodotti da i. a v. *supra*, lo stesso dovrà adottare i seguenti più stringenti presidi di tutela:

1. i “vertici aziendali” dell'intermediario dovranno adottare una decisione *ad hoc* e motivata di commercializzazione di tali tipologie di prodotti, prevedendo presidi quali, a titolo d'esempio, limiti all'investimento già determinati per la clientela tenendo conto dei seguenti fattori: (i) caratteristiche socio-economiche del cliente (*e.g.*, grado di competenza, età, patrimonio minimo), (ii) soglie quantitative (*e.g.*, soglie minime di investimento, soglie massime di concentrazione dei rischi nel portafoglio del cliente), (iii) modalità di offerta del prodotto (*e.g.*, abbinamento sistematico a un servizio di consulenza c.d. “avanzata” o “evoluta”, utilizzo esclusivo del canale *on-line*),
2. l'intermediario dovrà informare il cliente (anche nel caso di operatività *on-line*) circa il fatto che l'autorità regolamentare ritiene i prodotti in questione inadeguati alla clientela *retail*,
3. si raccomanda di eliminare gli incentivi al personale (diretti e indiretti) che possono accentuare i conflitti d'interesse del venditore.

Non appare normalmente applicata dagli intermediari italiani una diretta e automatica correlazione tra l'incentivazione e la distribuzione di prodotti complessi.

4. di predisporre specifici e sostanziali presidi di controllo su base continuativa e a ogni livello. In particolare, la funzione di *compliance* dell'intermediario dovrà monitorare il rispetto delle regole di condotta imposte all'intermediario stesso in ogni fase del processo di offerta/distribuzione dei prodotti complessi.

In generale, si osserva che l'adesione a tale raccomandazione in merito ai presidi rafforzati può richiedere una riorganizzazione delle strutture preposte e una integrazione/rielaborazione delle *policy* interne degli intermediari, con conseguente ricaduta sui relativi processi e costi di adeguamento.

⁶ Ai sensi della MiFID, per *trading venues* si intendono i mercati regolamentati (*regulated markets*), i sistemi multilaterali di negoziazione (*multilateral trading facilities – MTF*) e gli internalizzatori sistematici (*systemic internalisers*).

L'impatto effettivo di tale integrazione/rielaborazione varierà naturalmente da intermediario a intermediario.

5. LA NEGOZIAZIONE IN *TRADING VENUES*

La negoziazione su *trading venues* viene menzionata in relazione ai prodotti di cui ai punti iii. e v. *supra* ma anche per la tipologia *sub* (x) di cui all'Allegato alla Comunicazione e costituisce l'elemento distintivo tra la tipologia *sub* (v) e quella *sub* (x) – in quanto entrambe si riferiscono a “*prodotti finanziari strutturati che non prevedono l'integrale restituzione del capitale*” – tuttavia solo qualora non negoziati in *trading venues* sono considerati “normalmente non adatti” alla clientela *retail*.

Al riguardo si segnala che:

- sebbene la Comunicazione si riferisca genericamente alla condizione di negoziazione del prodotto in *trading venue* (ai sensi della MiFID e della relativa normativa di riferimento), il documento relativo agli Esiti della Consultazione precisa che, affinché un prodotto assuma, in via presuntiva, il connotato di liquidità, occorre che lo stesso sia negoziato in *trading venue* aventi le caratteristiche presuntive di liquidità determinate nella Comunicazione CONSOB n. 9019104 del 2 marzo 2009 in materia di prodotti illiquidi, richiamata nella stessa Comunicazione.

- **La quotazione su un mercato regolamentato (e.g., SEDEX) o su un MTF (e.g., EuroTLX) configura senz'altro la trattazione del titolo in una *trading venue*** ai sensi della normativa in vigore (sia ai sensi del Regolamento CONSOB n. 16191/2007 come modificato (il **Regolamento Mercati**), sia ai sensi del Regolamento 1287/2006/CE di livello 2, attuativo della MiFID).
- Il requisito della negoziazione in *trading venues* è da intendersi soddisfatto anche in presenza dell'**impegno dell'emittente**, contenuto nel regolamento di tale prodotto, di richiedere l'ammissione alla quotazione e/o alla negoziazione del prodotto stesso in *trading venues*. Tale quotazione, in coerenza con le linee guida sui prodotti illiquidi redatte dall'ABI e validate dalla CONSOB in data 9 agosto 2009, deve effettivamente avvenire entro 90gg dalla data di regolamento.

- non è chiaro se possano essere considerate *trading venues* le piattaforme nelle quali vengono scambiati CFD (*contracts for difference*).

In mancanza di una chiara indicazione della CONSOB al riguardo, è ragionevole adottare un'interpretazione in termini restrittivi e, quindi, considerare i CFD come rientranti nella categoria (v) dell'Allegato (*i.e.*, prodotti finanziari strutturati che non prevedono l'integrale restituzione del capitale, non negoziati in *trading venues*). Questo anche alla luce dello specifico *warning* sui CFD emanato congiuntamente dall'ESMA e dall'EBA il 28 febbraio 2013, che evidenzia sia la complessità di tali strumenti (“*suitable only for professional clients, or highly experienced retail investors*”), sia l'alta rischiosità in considerazione della loro natura speculativa e dei relativi presidi informativi e di trasparenza, che non consentono la comprensibilità del profilo di rischio/rendimento e dei costi.

Coerentemente, i CFD devono considerarsi soggetti ai più stringenti requisiti previsti dalla Comunicazione per le tipologie di prodotti da (i) a (v) di cui all'Allegato, vale a dire prodotti a complessità molto elevata “non adatti” alla clientela *retail*.

6. TEMPI E MODALITÀ PER L'ATTUAZIONE DELLA COMUNICAZIONE

La Comunicazione precisa che gli intermediari dovranno decidere le modalità di attuazione della Comunicazione nel più breve tempo possibile e, comunque, entro e non oltre il 30 giugno 2015, informando l'autorità, nell'ambito delle rispettive comunicazioni periodiche dagli stessi dovute, delle decisioni adottate in merito.

Nel documento relativo agli Esiti della Consultazione, la CONSOB precisa inoltre che tali informazioni sulle decisioni adottate avranno riguardo ai prodotti emessi o commercializzati successivamente al 30 giugno 2015.