

Ottobre 2017

La disciplina dei depositi strutturati: dalla MiFID 2 alla bozza in consultazione del nuovo Regolamento Intermediari

Avv. Pietro Lorenzi, Studio legale Zitiello Associati

1. Il quadro normativo comunitario

A livello comunitario la nozione di deposito è contenuta nell'art. 2, paragrafo 1, n. 3) della “Direttiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 16 aprile 2014 relativa ai sistemi di garanzia dei depositi”, ove viene definito come “un saldo creditore, risultante da fondi depositati in un conto o da situazioni transitorie derivanti da operazioni bancarie normali, che l'ente creditizio deve restituire secondo le condizioni legali e contrattuali applicabili, compresi un deposito a termine fisso e un deposito di risparmio” ⁽¹⁾.

Tra i depositi così definiti la “Direttiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE” (di seguito “MiFID 2”) individua la sottocategoria dei depositi strutturati, prodotti che vengono inclusi tra quelli a cui trova applicazione, seppur parzialmente, la disciplina in materia di intermediazione finanziaria ⁽²⁾.

¹⁾ La definizione completa di deposito contenuta nel provvedimento citato è la seguente: “un saldo creditore, risultante a fondi depositati in un conto o da situazioni transitorie derivanti da operazioni bancarie normali, che l'ente creditizio deve restituire secondo le condizioni legali e contrattuali applicabili, compresi un deposito a termine fisso e un deposito di risparmio, ma escluso un saldo creditori quando:

a) la sua esistenza può essere dimostrata solo tramite uno strumento finanziario ai sensi dell'articolo 4, paragrafo 17, della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, a meno che si tratti di un prodotto di risparmio rappresentato da un certificato di deposito facente riferimento a un nominativo e che esiste in uno Stato membro il 2 luglio 2014;

b) il suo capitale non è rimborsabile alla pari;

c) il suo capitale è rimborsabile alla pari solo in base a una determinata garanzia o a un determinato accordo fornito dall'ente creditizio o da un terzo”.

²⁾ In particolare l'art. 1, paragrafo 4, della MiFID 2 indica le disposizioni applicabili agli intermediari finanziari ed enti creditizi che “vendono o consigliano” depositi strutturati alla propria clientela. Tale norma prevede che “le seguenti disposizioni si applicano anche alle imprese di investimento e agli enti

I depositi strutturati sono dunque una *species* dei depositi bancari previsti dall'art. 2, paragrafo 1, della Direttiva 2014/49/UE che il legislatore comunitario ha osservato essersi, nella prassi, “*affermati come una forma di prodotto di investimento, ma, a differenza di altri investimenti strutturati, non sono oggetto di nessun atto legislativo a tutela degli investitori a livello di Unione*” ⁽³⁾. Per tale ragione il legislatore europeo ha ritenuto opportuno assoggettarli a parte della disciplina MiFID 2 con la dichiarata finalità di rafforzare la fiducia degli investitori e di rendere più uniforme il trattamento normativo riservato ai prodotti di investimento al dettaglio preassemblati ⁽⁴⁾.

L'art. 4 della Direttiva MiFID 2, dedicato alle definizioni, individua i depositi strutturati tra quei depositi previsti dall'art. 2, paragrafo 1, n. 3), della direttiva 2014/49/UE che siano pienamente rimborsabili ed il cui rendimento, nell'*an* o nel *quantum*, venga corrisposto secondo una formula che prenda in considerazione:

- a) un indice o una combinazione di indici;
- b) uno strumento finanziario o una combinazione di strumenti finanziari;
- c) una merce o combinazione di merci o di altri beni infungibili, materiali o immateriali;
- d) un tasso di cambio o una combinazione di tassi di cambio.

Nella nozione di depositi strutturati non rientrano i depositi la cui remunerazione è legata unicamente ai tassi di interesse, come Euribor o Libor, indipendentemente dall'eventualità che i tassi di interesse siano predeterminati, fissi o variabili ⁽⁵⁾. Questi devono ritenersi depositi “semplici” che, come tali, sono soggetti esclusivamente alla disciplina bancaria.

La nozione di deposito strutturato rileva poi anche ai fini dell'applicabilità del regime di mera esecuzione di ordini (cd. *execution only*) disciplinato dall'art. 25 della MiFID 2.

La prestazione del servizio di esecuzione o ricezione e trasmissione di ordini in modalità di *execution only* - ossia con esenzione per l'intermediario di raccogliere le informazioni sulla conoscenza ed esperienza del cliente e di operare la preventiva valutazione di appropriatezza in relazione ad ordini ad iniziativa del cliente - è consentita soltanto per i depositi strutturati “non complessi”, ossia diversi da quelli “*che*

crediti autorizzati a norma della direttiva 2013/36/UE, quando vendono o consigliano ai clienti depositi strutturati:

a) articolo 9, paragrafo 3, articolo 14 e articolo 16, paragrafi 2, 3 e 6;

b) articoli da 23 a 26, 28 e 29, eccetto il paragrafo 2, secondo comma e articolo 30, e

c) articoli da 67 a 75”;

³⁾ Considerando 39 della MiFID 2.

⁴⁾ Cfr. Considerando 39 della MiFID 2.

⁵⁾ Cfr. Considerando 39 e art. 4 della MiFID 2.

incorporano una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio del rendimento o il costo associato all'uscita dal prodotto prima della scadenza" (6).

MiFID 2 individua dunque una particolare sottocategoria di depositi strutturati c.d. complessi ai quali non trova applicazione la disciplina dell'*execution only*, ciò in piena conformità con la *ratio* generale dell'istituto che, a maggior tutela della clientela, vuole sottrarre dal regime di mera esecuzione degli ordini prodotti caratterizzati da elevata complessità.

Il legislatore comunitario ha delegato la *European Securities and Markets Authority* (di seguito "ESMA") di elaborare e aggiornare periodicamente degli orientamenti tecnici volti all'individuazione dei requisiti per poter ritenere complesso un deposito strutturato.

L'ESMA, con documento del 26 novembre 2015, ha emanato le "*Guidelines on complex debt instruments and structured deposits*" (di seguito gli "Orientamenti ESMA") illustrando gli indici la cui presenza rende difficile per l'investitore la comprensione del rischio di rendimento o il costo associato all'uscita dal prodotto prima della sua scadenza, circoscrivendo così la categoria dei depositi strutturati complessi.

In particolare l'ESMA ha ritenuto che la struttura rende difficile per il cliente comprendere il rischio di rendimento di un deposito strutturato laddove:

- a) più di una variabile incida sul rendimento ottenuto;
- b) il rapporto tra il rendimento e la variabile pertinente o il meccanismo per determinare o calcolare il rendimento sia complesso;
- c) la variabile impiegata per il calcolo del rendimento sia inconsueta o sconosciuta per l'investitore al dettaglio medio;
- d) il contratto conferisca all'ente creditizio il diritto unilaterale di risolvere il contratto prima della scadenza.

L'ESMA ha altresì individuato i requisiti della struttura del deposito che rendono difficile per il cliente comprendere il costo associato all'uscita dal prodotto prima della scadenza. Tale ipotesi ricorre laddove il costo associato all'uscita non è:

- a) un importo fisso;
- b) un importo fisso per ogni mese (o parte di esso) rimanente fino alla scadenza concordata;
- c) una percentuale fissa dell'importo depositato.

⁶⁾ Art. 25, paragrafo 4, lett. v), della MiFID 2.

La tabella allegata agli Orientamenti ESMA fornisce poi degli esempi concreti, benché non esaustivi, di depositi strutturati che devono essere ritenuti complessi in attuazione degli Orientamenti ⁽⁷⁾ e, pertanto, esclusi dall'applicabilità dal regime di *execution only*.

Il “Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, del 25 aprile 2016, che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva” (di seguito il “Regolamento Delegato”) effettua un solo riferimento ai depositi strutturati nel suo art. 1 ⁽⁸⁾, norma che ha la finalità di estendere ai depositi strutturati l'applicazione delle disposizioni attuative delle norme richiamate dal già citato art. 1, paragrafo 4, della MiFID 2.

Per completezza si deve poi osservare come la definizione di deposito strutturato fornita dalla MiFID 2 sia stata pienamente recepita anche dal “Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati” (di seguito il “Regolamento PRIIPs”).

Il Considerando 6 di tale provvedimento illustra come i prodotti “denominati PRIIP ai fini del presente regolamento [...] dovrebbero includere, tra gli altri, prodotti d'investimento quali fondi di investimento, assicurazioni sulla vita che prevedono un investimento, prodotti strutturati e depositi strutturati”, prevedendo poi al considerando successivo che, “dovrebbero essere esclusi dall'ambito di applicazione del presente regolamento depositi o certificati che rappresentano depositi tradizionali diversi dai depositi strutturati definiti all'articolo 4, paragrafo 1, punto 43, della direttiva 2014/65/UE”.

Tali considerando sono stati trasposti in un una norma, l'art. 2 del Regolamento PRIIPs, che, nell'individuare il proprio ambito di applicazione, ha previsto che “il presente regolamento non si applica” ai “depositi diversi dai depositi strutturati quali definiti all'articolo 4, paragrafo 1, punto 43, della direttiva 2014/65/UE”.

La definizione di deposito strutturato così come fornita dalla disciplina MiFID 2 è stata dunque adottata anche dal Regolamento PRIIPs, il che palesa come i depositi strutturati, oltre ad essere sottoposti alla disciplina in materia di intermediazione finanziaria, sono anche soggetti all'obbligo per il *manufacturer* di redazione del documento contenente le informazioni chiave sulla natura, rischi e costi del prodotto (il cd. KID), informativa che

⁷⁾ La Consob, con Avviso n. 0032422/16 del 12 aprile 2016, ha comunicato la propria adesione agli Orientamenti ESMA in materia di strumenti di debito complessi e depositi strutturati.

⁸⁾ Il secondo comma di tale norma prevede che “i riferimenti alle imprese di investimento comprendono gli enti creditizi e i riferimenti agli strumenti finanziari comprendono i depositi strutturati in relazione a tutti i requisiti indicati nell'articolo 1, paragrafi 3 e 4, della direttiva 2014/65/UE e le relative disposizioni di esecuzione previste dal presente regolamento”.

deve essere consegnata al cliente laddove acquisti o riceva consulenza su un deposito strutturato.

La coincidenza della nozione di deposito strutturato nelle due discipline, lungi dall'essere casuale, costituisce un necessario atto di coordinamento tra i due provvedimenti volto ad affermare che i depositi strutturati nell'ambito della disciplina MiFID 2 sono i medesimi rilevanti ai fini del Regolamento PRIIPs, confermando così l'elevata correlazione presente tra le due discipline.

2. Il quadro normativo nazionale

Anche a livello nazionale la nozione di deposito “semplice” è contenuta nella normativa di matrice bancaria, ed in particolare nell'art. 69-bis, comma 1, lettera c) del D. Lgs. 15 settembre 1993, n. 385 (di seguito “TUB”) ⁹⁾, nella sua formulazione successiva al recepimento della “*Direttiva 2014/59/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 15 maggio 2014 che istituisce un quadro di risanamento e risoluzione degli enti creditizi e delle imprese di investimento e che modifica la direttiva 82/891/CEE del Consiglio, e le direttive 2001/24/CE, 2002/47/CE, 2004/25/CE, 2005/56/CE, 2007/36/CE, 2011/35/UE, 2012/30/UE e 2013/36/UE e i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 648/2012, del Parlamento europeo e del Consiglio*”.

La nozione di deposito strutturato è invece stata introdotta a livello primario nel nostro ordinamento con il D. Lgs. 3 agosto 2017, n. 129 che ha modificato il D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito il “TUF”).

Il legislatore si è infatti preoccupato, in primo luogo, di novellare il TUF mediante l'inserimento nell'art. 1 del comma 6-decies della medesima definizione di deposito strutturato già fornita a livello comunitario ¹⁰⁾.

L'art. 25-bis del TUF prevede poi espressamente che “*gli articoli 21, 23 e 24-bis si applicano all'offerta e alla consulenza aventi ad oggetto depositi strutturati e prodotti*”.

⁹⁾ Secondo cui i depositi sono “*i crediti relativi ai fondi acquisiti dalle banche con obbligo di rimborso; non costituiscono depositi i crediti relativi a fondi acquisiti dalla banca debitrice rappresentati da strumenti finanziari indicati dall'articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, ovvero il cui capitale non è rimborsabile alla pari, ovvero il cui capitale è rimborsabile alla pari solo in forza di specifici accordi o garanzie concordati con la banca o terzi; costituiscono depositi i certificati di deposito purché non rappresentati da valori mobiliari emessi in serie*”.

¹⁰⁾ Art. 1, comma 6-decies, del TUF: “*Per “deposito strutturato” si intende un deposito quale definito all'articolo 69-bis, comma 1, lettera c), del T.U. bancario che è pienamente rimborsabile alla scadenza in base a termini secondo i quali qualsiasi interesse o premio sarà rimborsato (o è a rischio) secondo una formula comprendente fattori quali:*

- a) *un indice o una combinazione di indici, eccetto i depositi a tasso variabile il cui rendimento è direttamente legato a un tasso di interesse quale l'Euribor o il Libor;*
- b) *uno strumento finanziario o una combinazione degli strumenti finanziari;*
- c) *una merce o combinazione di merci o di altri beni infungibili, materiali o immateriali;* o
- d) *un tasso di cambio o una combinazione di tassi di cambio”.*

finanziari, diversi dagli strumenti finanziari, emessi da banche". Tale disposizione estende all'attività di vendita od intermediazione dei depositi strutturati l'applicabilità delle norme di condotta, della disciplina dei contratti e delle disposizioni in materia di consulenza, già previste in generale per l'attività di intermediazione finanziaria. La norma in commento precisa inoltre che rimane fermo l'obbligo di rendere ai depositanti l'informativa in relazione alla garanzia dei depositi prevista dall'art. 3 del D. Lgs. 15 febbraio 2016, n. 30, attuativo della Direttiva 2014/49/UE.

Il legislatore ha altresì modificato il comma 9 dell'art. 30 del TUF prevedendo che la disciplina dell'offerta fuori sede *"si applica anche ai depositi strutturati e ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari emessi da banche e, limitatamente ai soggetti abilitati, ai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione"*.

Con riferimento alla disciplina secondaria, il 6 luglio 2017 la Consob, come noto, ha posto in consultazione il documento *"Modifiche al regolamento Intermediari relativamente alle disposizioni per la protezione degli investitori e alle competenze e conoscenze richieste al personale degli intermediari, in recepimento della direttiva 2014/65/UE (MiFID II)"* (il "Documento di consultazione"), documento che recepisce la normativa comunitaria anche in relazione ai depositi strutturati.

Con specifico riferimento a tali prodotti finanziari, il Documento di consultazione ha previsto:

- l'estensione del regime di *execution only* per i *"depositi strutturati, ad esclusione di quelli che incorporano una struttura che rende difficile per il cliente comprendere il rischio del rendimento o il costo associato all'uscita dal prodotto prima della scadenza"* (art. 43, comma 1, lett. a.5), del Nuovo Regolamento Intermediari);
- l'inclusione dei depositi strutturati nell'ambito di applicabilità oggettiva della disciplina dell'offerta fuori sede (art. 78, comma 1, del Nuovo Regolamento Intermediari);
- all'art. 82-bis del Nuovo Regolamento Intermediari, rubricato *"Disciplina applicabile ai depositi strutturati"*, sono state analiticamente indicate tutte le disposizioni secondarie applicabili all'attività di intermediazione, vendita e consulenza avente ad oggetto i depositi strutturati. Il secondo comma di tale disposizione prevede inoltre l'inapplicabilità delle norme di cui al Libro III-bis in materia di *"procedure, anche di controllo interno, per la corretta e trasparente prestazione dei servizi, controllo di conformità alle norme, trattamento dei reclami, operazioni personali, gestione dei conflitti di interesse, conservazione delle registrazioni"* agli intermediari UE operanti in Italia mediante stabilimento di succursali, ciò in virtù del riparto di competenze tra l'Autorità dello Stato membro d'origine e quella dello Stato membro ospitante. Con il terzo comma invece la Consob ha voluto

evidenziare che l'art. 82-bis “*si applica anche alle banche non autorizzate alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento che offrono o raccomandano depositi strutturati*”¹¹⁾. Tale disposizione, attuativa dell'art. 25-bis del TUF, è particolarmente significativa in quanto palesa la volontà di far trovare applicazione ad alcune norme proprie della disciplina dell'intermediazione finanziaria, non solo alle banche ed agli intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento, ma anche alle banche sfornite di tale autorizzazione qualora distribuiscano o forniscano consulenza sui depositi strutturati. Si deve inoltre considerare che tali prodotti non rientrano nella definizione di strumenti finanziari di cui al TUF e, pertanto, non costituiscono l'oggetto tipico della prestazione dei servizi di investimento. Il terzo comma dell'art. 82-bis costituisce dunque un'importante deroga al consueto ambito soggettivo ed oggettivo di applicabilità della disciplina in materia di intermediazione finanziaria.

Pur essendo in attesa che l'esito delle consultazioni cristallizzi la versione definitiva del Nuovo Regolamento Intermediari, la disciplina dei depositi strutturati è ormai sufficientemente delineata sia al livello comunitario che a livello nazionale, tanto da consentire agli operatori del mercato di poter predisporre le necessarie misure per non farsi trovare impreparati allo spirare del termine per l'implementazione della MiFID 2 e del Regolamento PRIIPs.

¹¹⁾ L'art. 82-bis del Nuovo Regolamento Intermediari in consultazione, rubricato “*Disciplina applicabile ai depositi strutturati*”, dispone che: “1. *Gli intermediari di cui all'articolo 26, comma 1, lettera b) che offrono o raccomandano, anche mediante tecniche di comunicazione a distanza, depositi strutturati rispettano le disposizioni di cui agli articoli 27, 37, 39, 40-bis, 41, 43, 44-bis, 49, 52, 52-bis, 52-ter, 52-quater, 52-quinquies, 52-sexies, 52-septies, 52-octies, 53, 58, nonché le disposizioni di cui ai Titoli VIII-bis e VIII-ter del Libro III e gli articoli 78 e 80.*

2. *Gli intermediari di cui all'articolo 63-bis, comma 1, lettera a) che offrono o raccomandano, anche mediante tecniche di comunicazione a distanza, depositi strutturati rispettano le disposizioni del Libro III-bis.*

3. *Il presente articolo si applica anche alle banche non autorizzate alla prestazione dei servizi e delle attività di investimento che offrono o raccomandano depositi strutturati*”.