

DECISIONE (UE) 2018/796 DELL'AUTORITÀ EUROPEA DEGLI STRUMENTI FINANZIARI E DEI MERCATI**del 22 maggio 2018****di limitazione temporanea dei contratti per differenze nell'Unione europea conformemente all'articolo 40 del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio**

IL CONSIGLIO DELLE AUTORITÀ DI VIGILANZA DELL'AUTORITÀ EUROPEA DEGLI STRUMENTI FINANZIARI E DEI MERCATI,

visto il trattato sul funzionamento dell'Unione europea,

visto il regolamento (UE) n. 1095/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione ⁽¹⁾, in particolare l'articolo 9, paragrafo 5, l'articolo 43, paragrafo 2, e l'articolo 44, paragrafo 1,

visto il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 ⁽²⁾, e in particolare l'articolo 40,

visto il regolamento delegato (UE) 2017/567 della Commissione, del 18 maggio 2016 che integra il regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le definizioni, la trasparenza, la compressione del portafoglio e le misure di vigilanza in merito all'intervento sui prodotti e alle posizioni ⁽³⁾, e in particolare l'articolo 19,

considerando quanto segue:

1. INTRODUZIONE

- (1) Negli ultimi anni, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA) e diverse autorità nazionali competenti (ANC) hanno osservato un rapido aumento delle attività di commercializzazione, distribuzione o vendita di contratti per differenze (CFD) ai clienti al dettaglio in tutta l'Unione europea. I CFD sono prodotti intrinsecamente rischiosi e complessi, spesso oggetto di negoziazione a fini speculativi. L'ESMA e le ANC hanno inoltre osservato che l'offerta di tali strumenti ai clienti al dettaglio è caratterizzata in misura crescente da tecniche di commercializzazione aggressive e dalla mancanza di informazioni trasparenti; ciò impedisce ai suddetti clienti di comprendere i rischi associati a questi prodotti. L'autorità europea e quelle nazionali hanno inoltre espresso timori generalizzati relativi all'aumento del numero di clienti al dettaglio che investono in questi prodotti e che perdono il proprio denaro. Questi timori sono confermati dai numerosi reclami presentati da clienti al dettaglio in tutta l'UE che hanno subito perdite significative nella negoziazione in CFD.
- (2) Tali timori significativi in merito alla protezione degli investitori hanno pertanto indotto l'ESMA ad adottare una serie di misure non vincolanti. Dal giugno 2015, l'ESMA coordina il lavoro di un gruppo congiunto costituito per affrontare le questioni relative a una serie di fornitori con sede a Cipro che offrono CFD, opzioni binarie e altri prodotti a carattere speculativo ai clienti al dettaglio su base transfrontaliera all'interno dell'Unione ⁽⁴⁾. Inoltre, dal luglio 2015, l'ESMA coordina una *task force* formata dall'ESMA stessa e dalle ANC, che ha il compito di monitorare l'offerta di CFD e di opzioni binarie nel mercato al dettaglio di massa nonché di promuovere approcci comuni in materia di vigilanza in questo settore in tutta l'Unione. L'ESMA ha altresì promosso la convergenza delle attività di vigilanza nell'Unione nel settore dell'offerta di CFD ai clienti al dettaglio, attraverso l'emissione di un parere ⁽⁵⁾ nonché di una serie di domande e risposte su questo tema ⁽⁶⁾, ai sensi dell'articolo 29 del

⁽¹⁾ GUL 331 del 15.12.2010, pag. 84.

⁽²⁾ GUL 173 del 12.6.2014, pag. 84.

⁽³⁾ GUL 87 del 31.3.2017, pag. 90.

⁽⁴⁾ Il gruppo congiunto è composto dal rappresentante dell'ANC cipriota, la «Cyprus Securities and Exchange Commission [Commissione per i titoli e la borsa di Cipro] (CY-CySEC)» nonché dai rappresentanti di otto ANC le cui giurisdizioni sono state interessate dai servizi forniti dagli operatori con sede a Cipro. Il lavoro del gruppo congiunto si è tradotto nella stesura di un piano d'azione da attuarsi a cura della CY-CySEC che includeva, tra l'altro, indagini approfondite sui fornitori di CFD nonché riesami tematici di un campione di imprese autorizzate dalla commissione cipriota.

⁽⁵⁾ «*Opinion on MiFID practices for firms selling complex financial products*» [Parere sulle pratiche MiFID applicabili alle imprese che offrono prodotti finanziari complessi] (ESMA/2014/146).

⁽⁶⁾ «*Questions and Answers (Q&As) relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail clients under MiFID*» [Domande e risposte riguardanti la fornitura di CFD e di altri prodotti speculativi ai clienti al dettaglio a norma della MiFID] (ESMA-35-36-794). L'ultimo aggiornamento delle domande e risposte (Q&A) risale al 31 marzo 2017.

regolamento (UE) n. 1095/2010. Infine, l'Autorità ha pubblicato alcuni avvisi ⁽¹⁾ che evidenziano i timori relativi ai rischi posti da un'offerta incontrollata, *inter alia*, di CFD e di opzioni binarie ai clienti al dettaglio. Sebbene i suddetti interventi abbiano prodotto taluni effetti positivi ⁽²⁾, l'ESMA ritiene che persistano timori significativi in merito alla protezione degli investitori.

- (3) In data 18 gennaio 2018, l'ESMA ha emesso un invito a presentare contributi sulle potenziali misure d'intervento sui prodotti riguardanti la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di CFD e di opzioni binarie ai clienti al dettaglio ⁽³⁾ (di seguito, in breve, anche «l'invito»). Il termine per le presentazioni di cui all'invito è scaduto il 5 febbraio 2018. L'ESMA ha ricevuto all'incirca 18 500 ⁽⁴⁾ contributi, dei quali 82 provenivano da fornitori, associazioni delle imprese del settore, mercati finanziari e intermediari operanti nel settore dei CFD e/o delle opzioni binarie, 10 da rappresentanti dei consumatori e il resto da privati cittadini. La grande maggioranza delle risposte pervenute dai privati era stata raccolta e inoltrata dai fornitori di CFD e/o opzioni binarie. Le risposte all'invito hanno rivelato una diffusa preoccupazione da parte della prima categoria di soggetti, in particolare dei fornitori di tali prodotti, in merito alla possibile riduzione dei rendimenti a causa delle misure proposte e ai costi relativi all'attuazione delle stesse. Inoltre, numerosi partecipanti alla consultazione hanno espresso vari timori, principalmente quello che i limiti proposti all'effetto leva siano troppo bassi.
- (4) L'ESMA ha debitamente valutato le suddette preoccupazioni; tuttavia, dopo averle soppesate rispetto ai timori relativi alle esigenze di tutela degli investitori, confermati dai contributi forniti dai rappresentanti dei consumatori e da privati cittadini che sostengono le misure proposte e ne chiedono di più restrittive, l'ESMA è giunta alla conclusione che sia necessario imporre una limitazione temporanea alla commercializzazione, alla distribuzione e alla vendita di CFD ai clienti al dettaglio conformemente all'articolo 40 del regolamento (UE) n. 600/2014.
- (5) Una misura imposta a norma dell'articolo 40 del regolamento (UE) n. 600/2014 dev'essere riesaminata a intervalli adeguati e almeno ogni tre mesi. All'atto del riesame della misura, l'ESMA affronterà inoltre eventuali pratiche evasive che possano emergere. La misura viene meno se non viene prorogata dopo i suddetti tre mesi.
- (6) Per evitare ogni dubbio, i termini utilizzati nella presente decisione hanno il significato di cui alle definizioni contenute nella direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio ⁽⁵⁾ e nel regolamento (UE) n. 600/2014, ivi inclusa la definizione di strumento derivato.
- (7) La limitazione temporanea imposta dall'ESMA soddisfa le condizioni di cui all'articolo 40 del regolamento (UE) n. 600/2014 per le ragioni elencate di seguito.

2. DESCRIZIONE DEL MERCATO AL DETTAGLIO DEI CFD ED ESISTENZA DI UN TIMORE SIGNIFICATIVO IN MERITO ALLA PROTEZIONE DEGLI INVESTITORI [ARTICOLO 40, PARAGRAFO 2, LETTERA a), DEL REGOLAMENTO (UE) N. 600/2014]

- (8) La presente decisione è relativa ai CFD, che sono contratti derivati con liquidazione per contanti, il cui scopo è di attribuire al detentore un'esposizione, positiva o negativa, alle variazioni del prezzo, del livello o del valore di un sottostante. I CFD includono, tra l'altro, prodotti rolling spot forex e scommesse finanziarie sulla variazione del differenziale (*spread bets*). La presente decisione non riguarda i contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e contratti a termine sui tassi d'interesse.
- (9) Alcuni dei partecipanti alla consultazione hanno chiesto ulteriori chiarimenti sull'ambito di applicazione della misura. Alcuni hanno osservato che la definizione di CFD fornita dall'ESMA nell'invito a presentare contributi escludeva espressamente i derivati cartolarizzati dall'ambito di applicazione della misura, mentre altri hanno segnalato le somiglianze tra i CFD e altri prodotti di investimento, chiedendo che anche a questi ultimi si applichino le stesse misure.

⁽¹⁾ Avviso dell'ESMA e dell'EBA agli investitori sui «contratti per differenze (CFD)» del 28 febbraio 2013 (disponibile al seguente indirizzo: <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-267.pdf>); avviso dell'ESMA agli investitori sui «Rischi dell'investimento in prodotti complessi» del 7 febbraio 2014 (disponibile al seguente indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/investor_warning_-_complex_products_20140207_-_en_0.pdf); avviso dell'ESMA agli investitori su «CFDs, binary options and other speculative products» [CFD, opzioni binarie e altri prodotti speculativi] del 25 luglio 2016 (disponibile al seguente indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1166_warning_on_cfds_binary_options_and_other_speculative_products_0.pdf).

⁽²⁾ Per esempio, il lavoro del gruppo congiunto ha portato all'adozione da parte della commissione CY-CySEC di una serie di misure applicative volte ad accrescere il rispetto della normativa da parte delle imprese di investimento che offrono prodotti speculativi quali i CFD.

⁽³⁾ «Call for evidence on potential product intervention measures on contracts for differences and binary options to retail clients» [Invito a presentare contributi sulle potenziali misure di intervento in materia di contratti per differenze (CFD) e opzioni binarie] (ESMA 35-43-904).

⁽⁴⁾ Il numero dei soggetti che hanno risposto all'invito è minore del numero delle risposte ricevute, dal momento che l'ESMA ha ricevuto in alcuni casi (i) più di una risposta dallo stesso partecipante (per esempio risposte separate per ciascuna delle restrizioni proposte per i CFD, inviate tramite distinti messaggi di posta elettronica) e (ii) risposte doppie da parte degli stessi partecipanti.

⁽⁵⁾ 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 (GU L 173 del 12.6.2014, pag. 349).

- (10) L'ESMA conferma che la presente decisione riguarda esclusivamente i CFD, mentre non comprende i warrant e i certificati turbo. Tuttavia, l'ESMA riconosce che vi sono somiglianze tra i CFD e i warrant e i certificati turbo, nonostante tali prodotti presentino anche varie differenze. Pertanto, rispetto a questi ultimi prodotti, l'ESMA veglierà attentamente per identificare l'eventuale verificarsi di simili conseguenze negative per i clienti al dettaglio a livello europeo e, in caso affermativo, prenderà le dovute iniziative. I derivati cartolarizzati che costituiscono CFD non sono esclusi espressamente dalla definizione di CFD. Sebbene all'ESMA non risulti in questa fase l'esistenza di CFD cartolarizzati, l'eventuale presenza della cartolarizzazione e la negoziabilità in una sede di negoziazione non cambiano le caratteristiche chiave di un CFD. Qualora prodotti di questo tipo fossero emessi, rientrerebbero pertanto nell'ambito di applicazione della presente decisione.
- (11) In alcune giurisdizioni, esistono da diversi anni CFD che offrono un'esposizione soggetta all'effetto leva delle variazioni del prezzo, del livello o del valore delle classi di attività sottostanti, come prodotti speculativi di investimento a breve termine forniti a una clientela di nicchia. Tuttavia, negli ultimi anni, un gran numero di ANC ha espresso preoccupazioni in merito alla crescente distribuzione dei CFD sul mercato al dettaglio di massa, nonostante tali prodotti siano complessi e inadatti alla maggior parte dei clienti al dettaglio. Sulla base delle informazioni fornite da numerose ANC, l'ESMA ha inoltre osservato un aumento dei livelli di leva finanziaria offerti in questi prodotti ai clienti al dettaglio e dei livelli di perdite dei clienti dovuti a tale tipologia di investimento ⁽¹⁾. Tali preoccupazioni sono amplificate da tecniche di commercializzazione spesso aggressive e dalle pratiche inappropriate da parte di fornitori che commercializzano, distribuiscono o vendono CFD, come per esempio l'offerta di pagamenti, benefici monetari o non monetari o l'insufficiente comunicazione dei rischi.
- (12) Questi timori si sono già avverati in varie giurisdizioni, nelle quali la maggioranza dei clienti al dettaglio in genere perde il denaro investito, come evidenziato da numerose ANC ⁽²⁾. Per fronteggiare questa problematica, alcune ANC hanno adottato misure in questo settore ⁽³⁾. Tuttavia, alla luce, tra l'altro, della natura transfrontaliera delle attività in questione, si ritiene che la limitazione temporanea delle stesse da parte dell'ESMA sia lo strumento più idoneo ed efficiente per affrontare i timori significativi in merito alla protezione degli investitori e per garantire un livello minimo comune di protezione degli investitori in tutta l'Unione, in conformità con le condizioni di cui all'articolo 40 del regolamento (UE) n. 600/2014.
- (13) La condizione di cui all'articolo 40, paragrafo 2, lettera a), del regolamento (UE) n. 600/2014 è l'esistenza, *inter alia*, di un timore significativo in merito alla protezione degli investitori. Al fine di determinare l'esistenza di tale timore, l'ESMA ha valutato la pertinenza dei criteri e dei fattori di cui all'articolo 19, paragrafo 2, del regolamento delegato (EU) n. 2017/567. Dopo aver preso in considerazione i criteri e i fattori pertinenti, l'ESMA ha concluso che tale timore significativo è presente per i motivi di seguito elencati.

2.1 Il grado di complessità e la trasparenza dei CFD

- (14) I CFD sono prodotti complessi ⁽⁴⁾, tipicamente non scambiati in una sede di negoziazione. La fissazione del prezzo, i termini commerciali e la liquidazione di tali prodotti non sono standardizzati; ciò rende difficile ai clienti al dettaglio comprendere i termini del prodotto. Inoltre, i fornitori di CFD spesso chiedono ai clienti di accettare espressamente il fatto che i prezzi di riferimento utilizzati per determinare il valore del CFD possono differire dal prezzo disponibile nel mercato nel quale il relativo sottostante è negoziato; tali clausole rendono difficile per i clienti al dettaglio valutare e verificare l'accuratezza dei prezzi praticati dal fornitore.
- (15) I costi e gli oneri applicabili alla negoziazione in CFD sono complessi e poco trasparenti per i clienti al dettaglio. In particolare, di norma i clienti al dettaglio hanno difficoltà a comprendere e a valutare il rendimento atteso di un CFD, anche a causa della complessità relativa all'impatto delle spese di transazione sullo stesso. Le spese di transazione nei CFD sono normalmente applicate all'intero valore nozionale della negoziazione;

⁽¹⁾ Cfr. considerando (35).

⁽²⁾ Cfr. considerando (35).

⁽³⁾ Cfr. considerando (73) e (75).

⁽⁴⁾ I CFD non soddisfano i criteri per poter essere considerati strumenti finanziari non complessi a norma del combinato disposto dell'articolo 25, paragrafo 4, della direttiva 2014/65/UE e dall'articolo 57 del 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 (GU L 87 del 31.3.2017, pag. 1).

di conseguenza gli investitori sostengono spese tanto più elevate rispetto ai fondi investiti quanto più alto è il livello di leva finanziaria. Le spese di transazione sono solitamente detratte dal margine iniziale depositato dal cliente; pertanto, in una situazione di leva finanziaria elevata, al momento dell'apertura di un CFD il cliente può sostenere una perdita significativa nel proprio conto di negoziazione, causata dall'applicazione di spese elevate. Giacché le spese di transazione con una leva finanziaria più elevata eroderanno maggiormente il margine iniziale del cliente, questi dovrà conseguire un utile superiore dalla negoziazione stessa al fine di realizzare un profitto. Ciò riduce la possibilità che il cliente possa realizzare un utile al netto delle suddette spese e aumenta il rischio che subisca una perdita.

- (16) Oltre alle spese di transazione, possono essere applicati anche differenziali e diversi altri costi e oneri finanziari ⁽¹⁾, comprese le commissioni (una commissione generale o una commissione per ciascuna negoziazione, o per l'apertura e la chiusura di un conto CFD) e/o spese di gestione del conto. Inoltre, spesso sono applicate spese di finanziamento per il mero mantenimento di un CFD, ad esempio oneri quotidiani o «overnight» (ovvero per il mantenimento della posizione aperta durante la notte), ai quali si può aggiungere una maggiorazione. Il numero e la complessità dei vari costi e oneri e l'impatto degli stessi sul rendimento per i clienti dell'attività di negoziazione riducono la trasparenza dei CFD e di conseguenza la capacità dei clienti al dettaglio di prendere una decisione informata in materia di investimento.
- (17) Un'altra fonte di complessità deriva dall'utilizzo di ordini del tipo *stop-loss* vale a dire con limitazione delle perdite. Tale caratteristica del prodotto può ingenerare nei clienti al dettaglio l'impressione errata che un ordine *stop-loss* garantisca l'esecuzione al prezzo che hanno stabilito (il livello appunto di *stop-loss*). Tuttavia, gli ordini *stop-loss* non garantiscono un livello di protezione ma l'attivazione di un «ordine di mercato» quando il prezzo dei CFD raggiunge il prezzo fissato dal cliente. Conseguentemente, il prezzo ricevuto dal cliente (prezzo di esecuzione) può essere differente dal prezzo al quale è stato fissato lo *stop-loss* ⁽²⁾. Sebbene gli *stop-loss* non siano esclusivi dei CFD, la leva finanziaria di questi strumenti aumenta la sensibilità del margine dell'investitore alle variazioni di prezzo del sottostante, aumentando il rischio di perdite improvvise e fa sì che i controlli tradizionali sulle negoziazioni come ad esempio gli *stop-loss* siano insufficienti a far fronte ai timori in merito alla protezione degli investitori.
- (18) Un'altra complessità rilevante associata ai CFD può essere causata dal rispettivo mercato sottostante. Ad esempio, con la negoziazione di forex, i clienti speculano sull'evoluzione dei tassi di cambio tra due valute. Se nessuna delle due valute è quella utilizzata dal cliente per aprire una posizione in CFD, il conseguimento di un guadagno da parte dello stesso dipenderà dalle misure da questi adottate per valutare le variazioni tra le tre valute. Ne consegue che è necessario un elevato livello di conoscenza di tutte le valute interessate per destreggiarsi con successo nelle complessità di tale tipologia di negoziazione di valute; di norma, i clienti al dettaglio non posseggono un grado adeguato di conoscenza.
- (19) I CFD con criptovalute come sottostante destano altri significativi timori. Le criptovalute sono una classe di attività relativamente immatura che comporta forti rischi per gli investitori. L'ESMA e altre autorità di regolamentazione hanno emesso numerose avvertenze in merito ⁽³⁾ ai rischi associati all'investimento in criptovalute; molti di questi timori sono validi anche per i CFD su criptovalute. Infatti, i clienti al dettaglio generalmente non comprendono i rischi correlati alla speculazione su una classe di attività estremamente volatile e relativamente immatura, che sono accentuati dall'investimento con marginazione, che richiede una reazione molto rapida da parte dei clienti. A causa delle caratteristiche specifiche delle criptovalute quali classe di attività, le misure di cui alla presente decisione saranno monitorate attentamente e riviste ove necessario.
- (20) L'alto livello di complessità, la scarsa trasparenza, la natura dei rischi e la tipologia di sottostante confermano pertanto l'esistenza di timori significativi in merito alla protezione degli investitori rispetto a tali CFD.

⁽¹⁾ Un differenziale quotato da un fornitore di CFD ai clienti al dettaglio può includere una maggiorazione sui prezzi di mercato applicata al fornitore da una fonte esterna, ad esempio un fornitore di liquidità.

⁽²⁾ Cfr. anche articolo 19, paragrafo 2, lettera d), del regolamento delegato (UE) 2017/567 e, in particolare, l'ultimo sotto fattore ivi elencato, ossia l'utilizzo, tra l'altro, di terminologia fuorviante in quanto implica livelli maggiori di sicurezza rispetto a quelli possibili o probabili.

⁽³⁾ Cfr. ad esempio l'avvertenza congiunta di ESMA, EBA ed EIOPA sulle valute virtuali, disponibile al seguente indirizzo: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-164-1284_joint_esas_warning_on_virtual_currencies.pdf, e l'avviso dell'EBA del 2013, disponibile al seguente indirizzo: <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/598344/EBA+Warning+on+Virtual+Currencies.pdf>. Cfr. anche la pagina web dell'IOSCO per un quadro completo degli avvisi delle autorità di regolamentazione sulle valute virtuali e sulle offerte iniziali di monete, Disponibile al seguente indirizzo: <http://www.iosco.org/publications/?subsection=ico-statements>

2.2 Le caratteristiche o componenti particolari dei CFD

- (21) La caratteristica principale dei CFD è la loro capacità di utilizzare la leva finanziaria. In generale, sebbene possa aumentare il possibile profitto per i clienti, la leva finanziaria può anche aumentare le possibili perdite. Le ANC hanno riscontrato che i livelli di leva finanziaria applicati ai CFD in tutta l'Unione variano da 3:1 a 500:1 ⁽¹⁾. Per quanto riguarda i clienti al dettaglio, l'applicazione della leva finanziaria può aumentare la probabilità di una perdita più ingente in misura maggiore rispetto alla probabilità di un guadagno superiore, per i motivi illustrati di seguito.
- (22) L'effetto leva incide sul rendimento di un investimento aumentando l'impatto delle spese di transazione sostenute dai clienti al dettaglio ⁽²⁾.
- (23) Un altro rischio correlato alla negoziazione di prodotti a leva è relativo all'interazione tra la leva finanziaria elevata e la prassi della chiusura automatica al raggiungimento del margine. In base ai termini contrattuali comunemente applicati, i fornitori di CFD possono a propria discrezione chiudere il conto di un cliente una volta che il patrimonio netto dello stesso raggiunga una percentuale specifica del margine iniziale che il cliente è tenuto a pagare per aprire una o più posizioni in CFD ⁽³⁾.
- (24) L'interazione tra leva finanziaria elevata e chiusura automatica al raggiungimento del margine ha l'effetto di aumentare la probabilità che la posizione del cliente venga chiusa automaticamente dal fornitore di CFD in un breve arco di tempo a meno che il cliente versi un margine aggiuntivo nella speranza di capovolgere una posizione di svantaggio. Una leva finanziaria elevata aumenta la possibilità che il margine del cliente sia insufficiente a sostenere i CFD in essere, in quanto rende le posizioni del cliente sensibili a lievi variazioni di prezzo del sottostante a svantaggio del cliente.
- (25) L'ESMA osserva che nella prassi di mercato, la chiusura automatica al raggiungimento del margine sembra essere stata introdotta dai fornitori di CFD principalmente per permettere loro di gestire più facilmente le esposizioni del cliente e il rischio di credito del fornitore chiudendo la posizione del cliente prima che i fondi di quest'ultimo diventino insufficienti a coprire la sua esposizione corrente. La chiusura automatica al raggiungimento del margine fornisce anche un certo grado di tutela ai clienti giacché riduce, ma non elimina, il rischio che il cliente (in particolare a elevati livelli di leva finanziaria) perda l'intero margine iniziale o anche una somma superiore.
- (26) Alcune ANC hanno segnalato all'ESMA ⁽⁴⁾ che il livello di margine che fa scattare la chiusura automatica non è lo stesso tra i diversi fornitori di CFD ⁽⁵⁾. I fornitori di CFD i cui clienti negoziano generalmente con ordini di valore limitato e che solitamente operano in qualità di controparte di negoziazione diretta rispetto al cliente, hanno da tempo fissato il margine che fa scattare la chiusura automatica a un valore compreso tra 0 e il 30 % del margine iniziale richiesto. Sottoponendo i fondi del cliente a un'erosione prossima allo 0, il fornitore espone il cliente a un rischio maggiore di perdere una somma superiore a quella investita. Alcune ANC osservano inoltre che è normale prassi di mercato applicare la chiusura automatica al raggiungimento del margine con riferimento al conto ⁽⁶⁾. Ciò significa che i requisiti di margine minimo sono applicati sulla base di margini combinati richiesti per tutte le posizioni aperte del cliente connesse al conto CFD, anche relative a diverse classi di attività. Ciò permette alle posizioni redditizie di compensare le posizioni in perdita nell'ambito del conto del cliente.

⁽¹⁾ La *Financial Conduct Authority* (UK-FCA), l'ANC britannica, ha notato livelli di leva finanziaria di 200:1 per le posizioni di dimensioni inferiori. La stessa autorità ha rilevato inoltre che 200:1 è l'effetto leva tipico nelle valute «principali», ma valori di 500:1 o persino superiori sono offerti dai fornitori che si rivolgono a clienti al dettaglio più piccoli. L'*Autorité des marchés financiers* (FR-AMF), l'ANC francese, ha osservato un effetto leva fino a 400:1 per le coppie di valute più liquide. La Banca centrale d'Irlanda (IE-CBI), l'ANC irlandese, ha osservato un effetto leva fino a 400:1. La *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (DE-BaFin), l'ANC tedesca, ha sottolineato un caso specifico in Germania di un'impresa che offriva un effetto leva di 400:1 senza richiesta di margini. La Commissione nazionale per le società e la borsa (IT-CONSOB), l'ANC italiana, e la *Комисията за финансов надзор* (BG-FSC), l'ANC bulgara, hanno osservato un effetto leva fino a 500:1.

⁽²⁾ Cfr. considerando (15).

⁽³⁾ Tuttavia, i fornitori di CFD seguono anche la prassi di fissare un livello di richiesta di margini più elevato rispetto al livello di margine che provoca la chiusura automatica, il che consente al cliente di inserire un margine maggiore a sostegno della sua negoziazione. Il cliente può scegliere di far ciò esponendosi al rischio di sostenere una perdita maggiore. Ad esempio, se un fornitore fissa il livello della richiesta di margini al 70 % di un margine iniziale di 100, il cliente sarebbe tenuto a versare ulteriore denaro nel conto di negoziazione una volta che il bilancio scenda a un valore di 70 o inferiore.

⁽⁴⁾ L'ESMA e le ANC condividono regolarmente informazioni, anche mediante discussioni, relative all'offerta di CFD in tutta l'Unione.

⁽⁵⁾ La *Ceská národní banka* (CZ-CBN), l'ANC ceca, ha osservato che i fornitori di CFD cechi normalmente chiudono le posizioni quando il margine scende sotto il 15 %. La DE-BaFin e la BG-FSC hanno riferito che le posizioni dei clienti vengono chiuse qualora i fondi nei loro conti scendano a un valore compreso tra il 30 e il 50 % del margine minimo. La *Commission de Surveillance du Secteur Financier* (LU-CSSF), l'ANC lussemburghese, e l'*Autorité des marchés financiers* (FR-AMF), l'ANC francese, riferiscono che i fornitori di norma fissano i valori di chiusura automatica al 120-150 % del margine iniziale.

⁽⁶⁾ La CY-CySEC e la UK-FCA.

- (27) Un ulteriore effetto della leva finanziaria è che espone i clienti al rischio di subire perdite superiori alle somme investite. Si tratta di un rischio fondamentale, che i clienti al dettaglio possono non comprendere, nonostante gli avvertimenti scritti. Il margine costituito da un cliente viene stabilito come garanzia reale a sostegno della posizione del cliente stesso. Se, per esempio, il prezzo del sottostante varia a sfavore della posizione del cliente in misura superiore al margine iniziale stabilito ⁽¹⁾, il cliente può incorrere perdite superiori ai fondi presenti nel suo conto di negoziazione in CFD, anche successivamente alla chiusura di tutte le altre sue posizioni aperte in CFD. Alcune ANC hanno segnalato all'ESMA che numerosi clienti al dettaglio hanno subito perdite significative durante il «disancoraggio» del franco svizzero nel gennaio 2015 ⁽²⁾. Numerosi clienti al dettaglio non erano consapevoli del rischio di perdere più denaro di quello che avevano investito ⁽³⁾.
- (28) Negoziare a livelli di leva finanziaria elevati aumenta anche l'impatto del «gapping» nelle fasi di forte volatilità dei mercati (ad esempio il crollo improvviso della sterlina e l'abbandono del collegamento tra il valore del franco svizzero e quello dell'euro). Si intende per «gapping» una variazione improvvisa del prezzo del sottostante. Il gapping non riguarda esclusivamente i CFD, ma i rischi connessi a tale evento sono esacerbati dalla presenza di una leva finanziaria elevata. Se si verifica il gapping, il cliente in perdita può non riuscire a chiudere un CFD aperto al prezzo desiderato; ciò può comportare perdite significative ⁽⁴⁾ per il cliente qualora negozi a livelli di leva finanziaria elevati. Nel caso dello shock del franco svizzero nel 2015 ad esempio, i clienti al dettaglio hanno subito perdite di somme notevolmente superiori a quelle inizialmente investite ⁽⁵⁾.
- (29) I frequenti elevati livelli di leva finanziaria offerti ai clienti al dettaglio, la volatilità di alcune attività sottostanti, insieme all'applicazione di spese di transazione che incidono sul rendimento dell'investimento, possono modificare rapidamente la posizione dell'investimento di un cliente. Di conseguenza, il cliente deve intervenire prontamente per gestire la propria esposizione al rischio inserendo un margine aggiuntivo per evitare la chiusura automatica della posizione. In questi casi, una leva finanziaria elevata può causare molto rapidamente perdite ingenti per i clienti al dettaglio e aggravare il rischio che dette perdite siano superiori alle somme spese per negoziare in CFD.
- (30) I suddetti fattori confermano l'esistenza di timori significativi in merito alla protezione degli investitori rispetto a tali CFD.

2.3 L'entità delle potenziali conseguenze negative e il grado di disparità tra il rendimento o il profitto previsto per gli investitori e il rischio di perdita

- (31) Le seguenti informazioni fornite dalle ANC all'ESMA indicano che il numero di clienti al dettaglio che investono in CFD e dei fornitori che offrono questi prodotti in tutta l'Unione è cresciuto:
- i) la maggior parte delle autorità nazionali ha segnalato all'ESMA che i fornitori che offrono CFD ai clienti al dettaglio sono autorizzati nelle loro rispettive giurisdizioni ⁽⁶⁾. Inoltre quasi tutte le ANC hanno riferito all'ESMA che nelle loro giurisdizioni operano fornitori di CFD appartenenti ad altri Stati membri, attraverso il regime del passaporto europeo ⁽⁷⁾. Alcune ANC hanno inoltre riferito di fornitori di CFD che utilizzano filiali o agenti collegati per operare in altre giurisdizioni tramite il suddetto regime ⁽⁸⁾;
 - ii) Le autorità nazionali cipriota e britannica, cioè la *Cyprus Securities and Exchange Commission* («CY-CySEC») e la *Financial Conduct Authority* («UK-FCA»), hanno segnalato un aumento del numero di fornitori di CFD specializzati nella vendita di questi prodotti ai clienti al dettaglio su base transfrontaliera, che è passato da 103 a 138 imprese a Cipro e da 117 a 143 imprese nel Regno Unito tra il 2016 e il 2017;

⁽¹⁾ Ad esempio, con un indice di leva finanziaria di 50:1 una variazione di prezzo superiore al 2 %.

⁽²⁾ Ad esempio, la FR-AMF, la DE-BaFin e la UK-FCA.

⁽³⁾ Secondo la DE-BaFin, «questi prodotti (i CFD) hanno attirato l'attenzione del pubblico principalmente come conseguenza dello shock del franco svizzero all'inizio del 2015, quando la Banca nazionale svizzera ha abbandonato il valore della soglia minima di cambio tra il franco svizzero e l'euro e diversi investitori in CFD hanno subito perdite ingenti a causa della necessità di effettuare ulteriori pagamenti». Disponibile al seguente indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Pressemitteilung/2016/pm_161208_allgvgf_cfd_en.html

⁽⁴⁾ Alcuni partecipanti alla consultazione hanno segnalato di aver perso più di 100 000 EUR nella negoziazione in CFD.

⁽⁵⁾ Si veda un esempio in cui un investitore ha perso 280 000 EUR a seguito di un investimento di appena 2 800 EUR. Disponibile al seguente indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Pressemitteilung/2016/pm_161208_allgvgf_cfd_en.html.

⁽⁶⁾ Austria, Belgio, Cipro, Danimarca, Estonia, Finlandia, Francia, Germania, Grecia, Irlanda, Italia, Lituania, Malta, Paesi Bassi, Regno Unito, Repubblica ceca, Romania, Spagna e Slovenia nonché Norvegia, Liechtenstein e Islanda.

⁽⁷⁾ AT-FMA, BE-FSMA (che hanno introdotto misure nazionali per limitare questi prodotti), CY-CySEC, CZ-CNB, DE-BaFin, DK-Finanstilsynet, EE-FSA, EL-HCMC, ES-CNMV, FI-FSA, FR-AMF, IE-CBI, IS-FME, IT-CONSOB, LI-FMA, LT-Lietuvos Bankas, MT-MFSA, NL-AFM, NO-Finanstilsynet, PT-CMVM, RO-ASF, SE-FI, SI-ATVP, UK-FCA.

⁽⁸⁾ IT-CONSOB, IE-CBI, FR-AFM e CZ-CNB.

- (iii) la UK-FCA ha inoltre registrato un aumento del numero di richieste di autorizzazione presentate da imprese di investimento che offrono CFD. Anche mercati più giovani quali la Grecia, l'Ungheria, il Portogallo e la Slovacchia hanno riscontrato un aumento delle domande di autorizzazione delle imprese di investimento che offrono CFD ⁽¹⁾;
- (32) Il numero dei clienti attivi che sottoscrive questi prodotti è altamente variabile, a causa della durata utile relativamente breve dei conti dei clienti in CFD e della natura transfrontaliera delle attività. Sulla base dei dati raccolti dall'ESMA da numerose ANC ⁽²⁾, l'Autorità europea stima che il numero di conti di negoziazione di clienti al dettaglio presso fornitori di CFD e di opzioni binarie con sede in Paesi SEE sia aumentato da 1,5 milioni nel 2015 ⁽³⁾ a circa 2,2 milioni nel 2017 ⁽⁴⁾.
- (33) I dati sui reclami da parte dei clienti al dettaglio indicano inoltre persistenti preoccupazioni da parte dei consumatori in questo settore ⁽⁵⁾;
- (34) Le ANC ⁽⁶⁾ hanno riferito all'ESMA di temere che l'imposizione di misure nazionali restrittive in alcuni mercati nazionali (ad esempio in Belgio ⁽⁷⁾ e Francia ⁽⁸⁾) spinga i fornitori di CFD a cercare clienti in altri Stati membri.
- (35) Studi specifici svolti dalle seguenti ANC in merito ai risultati degli investimenti in CFD da parte dei clienti al dettaglio dimostrano che la maggioranza di quelli che investono in questi prodotti nei rispettivi Stati membri sostiene perdite di denaro su tali negoziazioni:
- i) l'autorità cipriota CY-CySEC ha effettuato l'analisi su un campione di conti di clienti al dettaglio (circa 290 000 conti) presso 18 importanti fornitori di CFD relativamente al periodo dal 1° gennaio 2017 al 31 agosto 2017, riscontrando che, in media, il 76 % dei conti ha registrato un risultato in perdita nel periodo in esame, mentre il restante 24 % dei conti ha conseguito un profitto. La perdita media di ciascun conto era di circa 1 600 EUR;
 - ii) la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* («ES-CNMV»), l'ANC spagnola, ha riscontrato che circa l'82 % dei clienti al dettaglio ⁽⁹⁾ ha subito complessivamente perdite di denaro nell'arco di 21 mesi tra l'inizio del 2015 e la fine del 2016. La perdita media di ciascun cliente al dettaglio è stata di circa 4 700 EUR ⁽¹⁰⁾;
 - iii) l'*Autorité des marchés financiers* («FR-AMF»), l'ANC francese, ha riscontrato che più dell'89 % degli investitori al dettaglio ha subito perdite complessivamente in un periodo di quattro anni dal 2009 al 2013, e che la perdita media per cliente al dettaglio era di 10 887 EUR ⁽¹¹⁾. Inoltre, i dati forniti dall'ufficio del Mediatore dell'autorità francese (FR-AMF) rivelano che, nel 2016, la perdita complessiva media annua degli investimenti in CFD subita da coloro che si sono rivolti all'ufficio è stata di 15 207 EUR. Inoltre, lo stesso mediatore francese ha segnalato che, particolarmente nel 2016 e nel 2017, le prassi dei fornitori regolamentati sono diventate ancor più aggressive e sempre più mirate a quegli investitori in grado di investire forti somme. Un notevole numero di denunce di pressioni e manipolazione è stato presentato da soggetti in possesso di elevati risparmi. I dati relativi ai casi di mediazione trattati del 2016 dal mediatore francese

⁽¹⁾ Nel 2017, la *Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς* (EL-HCMC), l'ANC greca, la *Magyar Nemzeti Bank* (HU-MNB), l'ANC ungherese, e la *Národná Banka Slovenska* (SK-NBS), l'ANC slovacca, hanno riferito all'ESMA di aver registrato una crescita del numero di domande di autorizzazione da parte di fornitori di CFD.

⁽²⁾ Dati forniti nel 2015 da: BG-FSMA, CY-CySEC, CZ-CNB, FR-AMF, IE-CBI, IS-FME, LU-CSSF, NL-AFM, MT-MFSA, PT-CMVM, RO-ASF e UK-FCA. Dati forniti nel 2017 da: CY-CySEC, CZ-CNB, ES-CNMV, FR-AMF, IE-CBI, LU-CSSF, NL-AFM, MT-MFSA, NO- Finanstilsynet, SK-NBS e UK-FCA.

⁽³⁾ In considerazione della frequente dimensione transfrontaliera dell'attività dei fornitori dei prodotti, queste cifre possono includere clienti di Stati non appartenenti al SEE. Con particolare riguardo al Regno Unito, il numero di conti clienti finanziati da CFD è salito da 657 000 nel 2011 a 1 051 000 alla fine del 2016. Tuttavia, queste cifre non escludono i conti cliente «dormienti» o conti multipli utilizzati dallo stesso cliente al dettaglio. Le cifre fornite dalla commissione cipriota (CY-CySEC) sono state raccolte sulla base dei conti aperti presso i fornitori autorizzati da detta autorità che offrono questi prodotti.

⁽⁴⁾ Per quanto riguarda il Regno Unito, le cifre non includono i clienti non britannici di fornitori autorizzati del Regno Unito, che nel 2016 erano stimati a circa 400 000. Per gli altri Stati membri che hanno fornito dati all'ESMA, le cifre possono includere clienti appartenenti a Stati non SEE.

⁽⁵⁾ Le seguenti autorità nazionali hanno ricevuto reclami relativi ai CFD: AT-FMA, BE-FSMA, BG-FSC, HR- HANFA, CZ-CNB, CY-CySEC, DE-Bain, DK-Finanstilsynet, EE-Finantsinspeksioon, EL-HCMC, ES-CNMV, FI-Finanssivalvonta, FR-AMF, IE-CBI, IT-CONSOB, LT-Lietuvos Bankas, MT-MFSA, NL-AFM, PL-KNF, PT-CMVM, RO-ASF, SE-Finansinspektionen, SI-ATVP, UK-FCA e NO-Finanstilsynet.

⁽⁶⁾ Ad esempio, la Banca nazionale della Repubblica ceca, la KNF polacca e la CNMV spagnola.

⁽⁷⁾ Disponibile al seguente indirizzo: <https://www.fsma.be/en/news/fsma-regulation-establishes-framework-distribution-otc-derivatives-binary-options-cfds>.

⁽⁸⁾ Disponibile al seguente indirizzo: http://www.amf-france.org/en_US/Actualites/Communiqués-de-presse/AMF/annee-2016.html?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2Fad42eccc-9720-49da-82a8-2ddcb72fbf1d.

⁽⁹⁾ Sulla base di uno studio svolto su 30 000 clienti che rappresentano approssimativamente il 100 % dei clienti al dettaglio di fornitori di CFD autorizzati dal CNMV.

⁽¹⁰⁾ Pubblicato in spagnolo: <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7bf1a92bb1-5f1b-420b-b58c-122d64a1ed9a%7d>.

⁽¹¹⁾ Disponibile al seguente indirizzo: <http://www.amf-france.org/technique/multimedia%3FdocId%3Dworkspace%253A%252F%252FspacesStore%252F9bf2caa8-1ce4-4832-85f4-4dfface8644%26>.

confermano tale quadro: l'importo medio recuperato è salito a 11 938 EUR e la metà dei casi concerneva un importo superiore ai 5 000 EUR. Le perdite subite da alcuni investitori hanno raggiunto i 90 000 EUR e le perdite complessive nei casi esaminati nel merito, ossia quelli relativi a società autorizzate, erano superiori a 1 milione di EUR. La FR-AMF ha inoltre riscontrato che gli investitori al dettaglio che investono di più (in termini di numero di negoziazioni, dimensione media della negoziazione o volume complessivo) perdono di più. Vale lo stesso per coloro che continuano a investire a lungo, il che indica l'assenza di una curva di apprendimento.

- iv) l'*Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga* («HR-HANFA»), l'ANC croata, ha svolto uno studio sulla perdita per cliente relativo a un'impresa di investimento croata che offre CFD; lo studio ha valutato le perdite o gli utili di 267 clienti al dettaglio per il periodo di negoziazione dal gennaio al settembre 2016. L'autorità croata ha riscontrato che le perdite totali dei clienti al dettaglio nell'arco di detto periodo ammontavano a circa 1 017 900 EUR, mentre gli utili totali ammontavano a circa 420 000 EUR;
- v) la Banca centrale d'Irlanda («IE-CBI»), l'ANC irlandese, ha svolto un esame tematico nel 2015 che ha rivelato che il 75 % dei clienti al dettaglio che ha negoziato in CFD nel 2013 e nel 2014 ha subito perdite; la perdita media registrata da questi clienti era di 6 900 EUR. Un'analisi successiva di un campione dei principali fornitori di CFD in Irlanda ha rivelato che nel biennio tra il 2015 e il 2016, il 74 % dei clienti al dettaglio è andato in perdita per una media di 2 700 EUR ⁽¹⁾;
- vi) il lavoro della Commissione nazionale per le società e la borsa («IT-CONSOB»), l'ANC italiana, svolto nel 2016 ha mostrato che nel periodo 2014-2015 il 78 % dei clienti al dettaglio italiani di uno specifico fornitore di CFD ha subito perdite dall'investimento in CFD, come anche il 75 % di quelli che avevano investito in rolling spot forex, registrando una perdita media di 2 800 EUR. È stata inoltre rilevata una correlazione positiva tra il numero di negoziazioni effettuate dai clienti al dettaglio e l'importo delle perdite subite. Un'indagine successiva condotta dalla CONSOB nel marzo 2017 su cinque filiali italiane di fornitori che operano con CFD ha rilevato che nel 2016 le perdite dei clienti al dettaglio ammontavano all'83 %, con una perdita media per cliente di circa 7 000 EUR;
- vii) la *Komisja Nadzoru Finansowego* («PL-KNF»), l'ANC polacca, nel primo trimestre del 2017 ha condotto uno studio ⁽²⁾ basato sui dati forniti da 10 imprese di investimento che offrono CFD (sulla base di 130 399 conti di clienti di cui 38 691 conti attivi), concludendo che il 79,28 % dei clienti aveva subito perdite economiche nel 2016. La perdita media per cliente ammontava a 10 060 PLN. Inoltre, uno studio simile condotto dalla stessa autorità nel primo trimestre del 2018 basato sui dati forniti da sette imprese di investimento che offrono CFD in Polonia nel 2017 (177 883 conti di clienti, di cui 40 209 conti attivi) ha dimostrato che il 79,69 % dei clienti ha subito perdite nel 2017. La perdita media per cliente nel 2017 ammontava a 12 156 PLN. Rispetto al totale dei clienti attivi ⁽³⁾, i dati percentuali annui di clienti che hanno subito perdite sono i seguenti: 81 % (2012), 81 % (2013), 80 % (2014), 82 % (2015), 79 % (2016) e 80 % (2017);
- viii) uno studio svolto dalla *Commission de Surveillance du Secteur Financier* («LU-CSSF»), l'ANC lussemburghese, ha affermato nel settembre 2017 che relativamente a due fornitori di CFD autorizzati dalla stessa autorità, la perdita media per cliente al dettaglio è stata rispettivamente pari a circa 4 500 EUR e 1 700 EUR;
- ix) da un'analisi svolta dalla UK-FCA nel 2014 su un campione di conti di clienti al dettaglio privi di consulenza aperti presso otto fornitori di CFD si è evidenziato che l'82 % dei clienti al dettaglio ha subito perdite su questi prodotti e che il risultato medio dimostrava una perdita di 2 200 GBP per cliente al dettaglio nell'arco dell'anno. Le informazioni ricevute durante la consultazione della UK-FCA nel dicembre 2016 hanno inoltre evidenziato una correlazione tra i livelli di leva finanziaria più elevati e l'aumento della probabilità e dell'entità delle perdite ⁽⁴⁾. Un ulteriore studio della UK-FCA svolto nel 2016/2017 in relazione ai servizi di consulenza e ai servizi discrezionali forniti per i CFD nell'arco di un periodo di 12 mesi ha riscontrato ulteriori prove di risultati negativi per i consumatori. L'analisi ha dimostrato che tra le imprese che offrono CFD nell'ambito di servizi di consulenza e servizi discrezionali, il 76 % dei clienti al dettaglio subisce perdite, ammontanti in media a 9 000 GBP. Anche restringendo l'analisi ai clienti al dettaglio più redditizi, in media, un cliente al dettaglio tipo che effettua investimenti nel quadro di un conto gestito tramite servizi di consulenza discrezionali perde circa 4 100 EUR ⁽⁵⁾;
- x) il *Comissâdo Mercado de Valores Mobiliários* (PT-CMVM), l'ANC portoghese, ha riscontrato che su un valore nozionale della posizione degli investitori di 44 700 milioni di EUR nel 2016 e di 44 200 milioni di EUR nel 2017, le perdite subite dagli investitori al dettaglio sono state di 66,8 milioni di EUR e di 47,7 milioni di EUR rispettivamente nel 2016 e nel 2017.

⁽¹⁾ Disponibile al seguente indirizzo: <https://www.centralbank.ie/docs/default-source/publications/Consultation-Papers/cp107/consultation-paper-107.pdf?sfvrsn=4>. Cfr. pagina 1 e 2.

⁽²⁾ Disponibile al seguente indirizzo: https://www.knf.gov.pl/o_nas/komunikaty?articleId=50315&p_id=18 (disponibile solo in polacco).

⁽³⁾ Tali clienti hanno investito principalmente in CFD. Questi dati includono anche gli investitori che optano per le opzioni binarie, che costituivano meno del 4 % dei clienti attivi nel 2017.

⁽⁴⁾ Disponibile al seguente indirizzo: <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp16-40.pdf>. Cfr. pagina 23 e 35.

⁽⁵⁾ Disponibile al seguente indirizzo: <https://www.fca.org.uk/publication/correspondence/dear-ceo-letter-cfd-review-findings.pdf>.

- (36) Inoltre, si segnala uno studio effettuato dal *Finanstilsynet* (NO-Finanstilsynet), l'ANC norvegese, sui risultati di negoziazione dei clienti di sei fornitori di CFD nel 2016. Lo studio ha esaminato circa 1 000 clienti al dettaglio⁽¹⁾ che hanno negoziato in CFD per un periodo da uno a due anni, con inizio nel gennaio 2014 e termine tra il dicembre 2014 e il dicembre 2015 (in media, un periodo di negoziazione di circa un anno e mezzo). L'analisi ha dimostrato che l'82 % di questi clienti ha subito perdite, per una media per cliente di 29 000 EUR. I costi di transazione medi rapportati al capitale del cliente ammontavano al 37 % (a causa dell'effetto leva elevato e delle frequenti negoziazioni)⁽²⁾.
- (37) In particolare, la costanza dei livelli medi delle perdite subite dai clienti al dettaglio di CFD nel tempo e la concordanza di tali valori tra i vari paesi contrasta con il rendimento positivo conseguito dai clienti al dettaglio di altri prodotti finanziari in molti degli anni oggetto di analisi. La percentuale di clienti al dettaglio che hanno subito perdite nello studio dell'AMF di cui al considerando (35), punto (iii), in ciascuno degli anni tra il 2009 e il 2013 è notevolmente stabile, nonostante, ad esempio, le variazioni del rendimento annuo nel mercato azionario degli indici su merci nello stesso periodo⁽³⁾. La persistenza dei livelli delle perdite per i clienti al dettaglio in CFD indica una caratteristica strutturale del profilo di rendimento, in contrasto con rendimenti storici positivi degli investimenti (a lungo termine) in altri prodotti finanziari come per esempio i fondi di investimento azionari.
- (38) I suddetti studi forniscono un quadro preoccupante che conferma i timori significativi in merito alla protezione degli investitori causati dall'offerta di questi CFD ai clienti al dettaglio.

2.4 Tipologia di clienti coinvolti

- (39) I CFD sono *commercializzati*, distribuiti o venduti sia ai clienti al dettaglio sia agli investitori professionali. Tuttavia, i clienti al dettaglio (diversamente dagli investitori professionali) generalmente non sono in possesso dell'esperienza, delle conoscenze e delle competenze necessarie per adottare decisioni di investimento che tengano in debita considerazione i rischi posti dai CFD complessi oggetto della presente decisione.
- (40) Infatti, uno studio svolto in uno Stato membro ha rivelato che spesso ai clienti al dettaglio venivano offerti i livelli di leva finanziaria massimi più elevati, mentre agli investitori professionali e alle controparti qualificate venivano offerti livelli di leva massima più bassi⁽⁴⁾. Date le comprovate perdite osservate dall'ESMA nei conti dei clienti al dettaglio descritte nella presente decisione, è chiara l'esistenza di un timore significativo in merito alla protezione degli investitori relativamente alla commercializzazione, alla distribuzione o alla vendita priva di restrizioni di CFD a questa categoria di clienti.

2.5 Attività di commercializzazione e distribuzione relative ai CFD

- (41) Nonostante la loro complessità, i CFD sono offerti ai clienti al dettaglio per la maggior parte attraverso piattaforme di negoziazione elettronica, non accompagnate da servizi di consulenza all'investimento o di gestione del portafoglio. In tali circostanze è richiesta una valutazione di adeguatezza a norma dell'articolo 25, paragrafo 3, della direttiva 2014/65/UE⁽⁵⁾. Tuttavia, detta valutazione non impedisce che i fornitori di CFD o i loro clienti o potenziali tali procedano all'esecuzione dell'operazione, previo semplice avviso al cliente. Non si

⁽¹⁾ Che rappresentavano all'incirca tra il 33 % e il 50 % di tutti i clienti al dettaglio di CFD attivi in Norvegia.

⁽²⁾ Pubblicato in lingua norvegese: <https://www.finanstilsynet.no/nyhetsarkiv/nyheter/2017/finanstilsynet-advarer-mot-handel-i-cfd/>

⁽³⁾ Ad esempio, sulla base dei dati Thomson Reuters Lipper sulle classi di azioni al dettaglio dell'universo dei fondi OICVM domiciliati nell'Unione europea, l'ESMA stima che il rendimento medio annuo per gli investitori, ponderato in base alle attività, al netto degli oneri e di commissioni di ingresso e di uscita, era di circa il 3 % nel periodo 2008-2017, con un rendimento medio annuo di oltre il 5 % per gli investimenti in fondi azionari. Ulteriori dettagli sul rendimento e sui costi relativi agli OICVM dell'UE sono reperibili nel documento dell'ESMA «*Report on Trends, Risks and Vulnerabilities*» [Relazione sulle tendenze, i rischi e le vulnerabilità] n. 2 2017, pagg. 36-44, disponibile sul sito https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-165-416_trends_risks_and_vulnerabilities_no.2_2017.pdf.

⁽⁴⁾ La MT-MFSA ha condotto uno studio sull'offerta di CFD e rolling spot forex ai clienti al dettaglio.

⁽⁵⁾ In precedenza, l'articolo 19, paragrafo 5, della direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 93/22/CEE del Consiglio (GU L 145 del 30.4.2004, pag. 1). L'allegato IV della direttiva 2014/65/UE fornisce una tavola di concordanza tra i requisiti previsti dalla direttiva 2004/39/CE e quelli fissati dalla direttiva 2014/65/UE e dal regolamento (UE) n. 600/2014.

procederà all'operazione solo laddove il cliente non abbia fornito all'operatore informazioni circa le proprie conoscenze ed esperienze nel settore di investimento pertinente alla specifica tipologia di prodotto, o qualora tali informazioni non siano sufficienti, o laddove l'operatore abbia concluso che il prodotto in questione non sia appropriato per il cliente. Ciò consente ai clienti al dettaglio di avere accesso a prodotti, quali i CFD, che, a causa delle loro caratteristiche, non dovrebbero essere loro distribuiti ⁽¹⁾.

- (42) La UK-FCA ha osservato ripetute carenze da parte dei fornitori di CFD nell'effettuare la valutazione dell'adeguatezza degli investitori, tra cui carenze della valutazione stessa, avvertenze inadeguate sui rischi ai clienti al dettaglio che non hanno superato la valutazione di adeguatezza e la mancanza di una procedura per valutare se ai clienti che non superano la valutazione dell'adeguatezza, ma che desiderano comunque negoziare in CFD, debba essere consentito di effettuare tali operazioni ⁽²⁾. Riesaminando la questione alla fine del 2016, la UK-FCA ha riscontrato che numerose imprese non avevano corretto le carenze precedentemente rilevate e notificate alle stesse ⁽³⁾.
- (43) Inoltre, le ANC hanno espresso timori in merito al rispetto da parte dei fornitori di CFD dell'obbligo di fornire ai clienti informazioni chiare e non fuorvianti o di agire nel loro interesse ⁽⁴⁾. Le ANC hanno anche espresso preoccupazioni in merito alla scarsa qualità dell'attuazione pratica delle verifiche di adeguatezza ⁽⁵⁾ e all'insufficienza delle avvertenze ai clienti che non superano dette verifiche ⁽⁶⁾. Alcuni esempi di tali cattive pratiche sono descritti nel documento formulato all'uopo dall'ESMA «*Questions and Answers relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID*» [Domande e risposte riguardanti la fornitura di CFD e di altri prodotti speculativi agli investitori al dettaglio a norma della MiFID] ⁽⁷⁾.
- (44) Le ANC hanno inoltre rilevato in questo settore di mercato l'esistenza di prassi di mercato aggressive e di comunicazioni commerciali ingannevoli ⁽⁸⁾. Alcuni esempi includono il ricorso a sponsorizzazioni o affiliazioni con importanti squadre sportive, che ingenerano l'impressione fuorviante che prodotti complessi e speculativi come i CFD siano idonei per il mercato al dettaglio di massa, grazie alla diffusione della notorietà del marchio. Inoltre, includono anche l'utilizzo di dichiarazioni fuorvianti come ad esempio «*Negoziare non è mai stato così semplice*», «*Inizia la tua carriera di trader adesso*», «*Guadagna 13 000 sterline in 24 ore! Inizia ora*» ⁽⁹⁾.

⁽¹⁾ Questo rischio può essere amplificato dall'errore cognitivo dovuto a eccesso di fiducia che è stato spesso osservato da recenti studi comportamentali. Uno studio recente sul mercato dei cambi dimostra che la leva finanziaria rappresenta un importante indicatore dell'eccesso di fiducia: Forman, John H. e Horton, Joanne, *Is Leverage Use a Better Indication for Overconfidence? Evidence from the Forex Market* (30 agosto 2017). Disponibile sul sito SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2860103>. Secondo uno studio recente (Li, Mingsheng and Li, Qian e Li, Yan, «*The Danger of Investor Overconfidence*» (14 novembre 2016) disponibile sul sito SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2932961>) sugli effetti del sentimento degli investitori sull'efficienza dei mercati nei periodi prossimi a crolli di mercato, l'eccesso di fiducia degli investitori ostacola la determinazione dei prezzi, aumenta il rischio idiosincratico e attenua le risposte al mercato prima dei crolli di mercato a causa delle distorsioni informative (Peng, Lin, Wei Xiong, 2006. «*Investor attention, overconfidence and category learning*», pubblicato nel *Journal of Financial Economics*, 80, pagg. 563-602), nonché l'errore di attribuzione dell'investitore (Gervais, S., and T. Odean, 2001. «*Learning to be Overconfident*». *The Review of Financial Studies*, 14, pagg. 1- 27.) e l'alto rischio di arbitraggio (Benhabib, Jess, Xuewen Liu, e Penfei Wang, 2016. «*Sentiments, financial markets, and macroeconomic fluctuations*». *Journal of Financial Economics* 120, pagg. 420-443. Sullo stesso argomento, cfr., tra gli altri: Ricciardi, Victor, capitolo 26: «*The Psychology of Speculation in the Financial Markets*» (1° giugno 2017). «*Financial Behavior: Players, Services, Products, and Markets*». H. Kent Baker, Greg Filbeck e Victor Ricciardi, (edito da) pagg. 481-498, New York, NY: Oxford University Press, 2017; N. Barberis e R. H. Thaler (2003), «*A Survey of Behavioral Finance*», M. Harris, G.M. Constantinides e R. Stultz, «*Handbook of the Economics of Finance*»; D. Dorn e G. Huberman (2005), «*Talk and action: What individual investors say and what they do*»; C.H. Pan e M. Statman (2010) «*Beyond Risk Tolerance: Regret, Overconfidence, and Other Investor Propensities*», Working Paper; A. Noscic e M. Weber (2010), «*How Risky do I invest: The Role of Risk Attitudes, Risk Perceptions and Overconfidence*»; N. Linciano (2010), «*How Cognitive Biases and Instability of Preferences in the Portfolio Choices of Retail Investors – Policy Implications of Behavioural Finance*», A. Lefevre, e M. Chapman (2017), «*Behavioural economics and financial consumer protection*», OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, n. 42 OECD Publishing.

⁽²⁾ UK-FCA, *Dear CEO Letter, «Client take-on review in firms offering contract for difference (CFD) products»* [Lettera agli amministratori delegati in materia di revisione dell'acquisizione di clienti da parte di imprese che offrono prodotti CFD], 2 febbraio 2016. Cfr.: <https://www.fca.org.uk/publication/correspondence/dear-ceo-letter-cfd.pdf>.

⁽³⁾ UK-FCA, «*CFD firms fail to meet our expectations on appropriateness assessments*» [Mancata ottemperanza delle imprese che offrono CFD ai nostri requisiti relativi alla valutazione di adeguatezza], 29 giugno 2017. Cfr.: <https://www.fca.org.uk/publications/multi-firm-reviews/cfd-firms-fail-expectations-appropriateness-assessments>.

⁽⁴⁾ Ad esempio, DE - BaFin, DK - Finanstilsynet, ES - CNMV, IE - CBI, FR - AMF, LU - CSSF e NL - AFM.

⁽⁵⁾ Ad esempio, la IE - CBI.

⁽⁶⁾ Ad esempio, la UK - FCA.

⁽⁷⁾ «*Questions and Answers (Q&As) relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID*» [Domande e risposte riguardanti la fornitura di CFD e di altri prodotti speculativi agli investitori al dettaglio a norma della MiFID] (ESMA-35-36-794), aggiornamento del 31 marzo 2017.

⁽⁸⁾ Ad esempio, BE - FSMA, ES - CNMV, FR - AMF e IT - CONSOB.

⁽⁹⁾ Paragrafo 3 del documento «*Questions and Answers (Q&As) relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID*» [Domande e risposte riguardanti la fornitura di CFD e di altri prodotti speculativi agli investitori al dettaglio a norma della MiFID] (ESMA-35-36-794), aggiornamento del 31 marzo 2017 e un esempio fornito dalla UK-FCA.

- (45) Nell'ambito della redazione delle domande e risposte sui CFD, alcune ANC hanno segnalato all'ESMA che i fornitori di tali prodotti spesso non comunicano adeguatamente i rischi che comportano ⁽¹⁾. In particolare, alcune ANC ⁽²⁾ hanno riscontrato che i fornitori di CFD non descrivevano adeguatamente la possibilità di sostenere perdite rapide che possono eccedere i fondi investiti.
- (46) Al riguardo, alcune ANC hanno inoltre espresso timori relativi alla natura «incalzante» di alcuni modelli commerciali adottati da alcuni fornitori di CFD ⁽³⁾. Il fatto che la vita media del conto di un cliente è spesso relativamente breve comporta l'esigenza per i fornitori di mantenere un afflusso continuo di nuovi clienti; ciò a sua volta può spingere tali operatori ad adottare tecniche di commercializzazione e vendita aggressive che non rispondono certo agli interessi dei clienti al dettaglio.
- (47) Una caratteristica comune delle tecniche di commercializzazione e vendita adottate dal settore dei CFD è l'offerta di vantaggi (monetari e non) di negoziazione, quali bonus per attirare e incoraggiare i clienti al dettaglio a investire in CFD, l'offerta di regali (per esempio vacanze, macchine, apparecchi elettronici), di corsi di *trading* o di riduzione dei costi (per esempio del differenziale o delle commissioni) ⁽⁴⁾.
- (48) I bonus e altri vantaggi di negoziazione possono servire a distrarre l'investitore dall'elevata rischiosità inerente al prodotto. Tipicamente sono mirati ad attrarre i clienti al dettaglio e a incentivare la negoziazione. I clienti al dettaglio possono considerare queste promozioni come una caratteristica centrale del prodotto, tanto da non valutare adeguatamente il livello di rischio associato allo stesso.
- (49) Inoltre, per poter beneficiare di tali vantaggi di negoziazione legati all'apertura di conti di negoziazione in CFD spesso i clienti sono tenuti a versare fondi al fornitore e ad effettuare un certo numero di negoziazioni entro uno specifico lasso di tempo. Poiché i dati di fatto dimostrano che la maggior parte dei clienti al dettaglio subisce perdite a causa della negoziazione in CFD, ciò spesso comporta che i clienti subiscono perdite monetarie dalla negoziazione più ingenti e più frequenti rispetto a quelle che avrebbero sostenuto in assenza dell'offerta di un bonus.
- (50) L'attività di vigilanza svolta da numerose ANC ha rivelato che i termini e le condizioni applicati alle offerte promozionali sono sovente ingannevoli e che molti clienti non erano a conoscenza delle condizioni di accesso ai benefici/bonus offerti. Infine, numerosi clienti hanno segnalato difficoltà nel prelevare i fondi quando cercano di utilizzare tali bonus ⁽⁵⁾.
- (51) Oltre ai fattori appena illustrati, varie ANC ⁽⁶⁾ riferiscono che i modelli di distribuzione osservati in questo settore di mercato comportano specifici conflitti di interesse ⁽⁷⁾, la cui probabilità è aumentata dall'esigenza di attrarre continuamente nuovi clienti. I conflitti di interesse nascono, o possono nascere, dal fatto che alcuni fornitori di CFD agiscono da controparti delle negoziazioni dei propri clienti senza coprire la propria esposizione; ciò pone il loro interesse in diretta contrapposizione con quello dei loro clienti. Questa circostanza aumenta il rischio e l'incentivo per questi fornitori di manipolare o utilizzare prezzi di riferimento meno trasparenti, o di adottare altre pratiche scorrette come ad esempio l'annullamento di negoziazioni vantaggiose con falsi pretesti. Sussiste inoltre il rischio che i fornitori possano tentare di sfruttare lo «*slippage*» (slittamento di prezzo) asimmetrico (per esempio trasferire eventuali perdite conseguenti allo slittamento di prezzo al cliente, tenendo invece per sé eventuali profitti prodotti dallo stesso fenomeno). I fornitori possono volutamente ritardare il tempo che decorre tra le quotazioni e l'esecuzione delle negoziazioni in CFD al fine di sfruttare ulteriormente questa prassi. Le ANC hanno inoltre identificato pratiche tramite le quali i fornitori di opzioni binarie applicano una maggiorazione asimmetrica o incoerente ai differenziali principali.
- (52) Le prassi di commercializzazione e distribuzione associate ai CFD, sopra descritte, confermano l'esistenza di un serio timore in merito alla protezione degli investitori rispetto a tali CFD.

⁽¹⁾ Ad esempio, ES-CNMV, UK-FCA, CY-CySEC e DE-BaFin.

⁽²⁾ In particolare la UK-FCA. In Germania, è stata adottata una normativa volta a proteggere i clienti dalle perdite (Atto amministrativo generale del DE-BaFin pubblicato l'8 maggio 2017, che vieta la commercializzazione, la distribuzione o la vendita ai clienti al dettaglio di CFD che non escludono obblighi di pagamento supplementari).

⁽³⁾ L'ES-CNMV ad esempio ha riscontrato che i clienti di norma operano per un periodo breve a causa dei risultati negativi che conseguono.

⁽⁴⁾ Nel paragrafo 6 del documento «*Questions and Answers (Q&As) relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID*» [Domande e risposte riguardanti la disponibilità di CFD e di altri prodotti speculativi agli investitori al dettaglio a norma della MiFID] (ESMA-35-36-794), aggiornamento del 31 marzo 2017, si osserva che difficilmente un'impresa che offre un bonus inteso a incentivare i clienti al dettaglio a negoziare in prodotti speculativi complessi quali CFD, opzioni binarie e *rolling spot forex* sarà in grado di dimostrare che sta agendo in maniera corretta, equa e professionale e nel miglior interesse dei propri clienti al dettaglio.

⁽⁵⁾ Ad esempio, la FR-AMF, la UK-FCA e la ES-CNMV.

⁽⁶⁾ Ad esempio, CZ-CNB, FR-AMF, HU-MNB, LU-CSSF e UK-FCA.

⁽⁷⁾ Il paragrafo 2 del documento «*Questions and Answers (Q&As) relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID*» [Domande e risposte riguardanti la fornitura di CFD e di altri prodotti speculativi agli investitori al dettaglio a norma della MiFID] (ESMA35-36-794), aggiornamento del 31 marzo 2017, tratta alcuni di questi conflitti di interesse più nel dettaglio.

3. I REQUISITI NORMATIVI APPLICABILI CONFORMEMENTE AL DIRITTO DELL'UNIONE NON SONO ATTI A FAR FRONTE AL TIMORE SIGNIFICATIVO IN MERITO ALLA PROTEZIONE DEGLI INVESTITORI DI CUI TRATTASI [ARTICOLO 40, PARAGRAFO 2, LETTERA b), DEL REGOLAMENTO (UE) N. 600/2014]

- (53) Come previsto dall'articolo 40, paragrafo 2, lettera b), del regolamento (UE) n. 600/2014, l'ESMA ha valutato se i requisiti normativi applicabili conformemente al diritto dell'Unione allo strumento finanziario o all'attività in questione siano atti a far fronte alla minaccia. I requisiti normativi vigenti applicabili sono quelli contenuti nella direttiva 2014/65/UE, nel regolamento (UE) n. 600/2014 e nel regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio ⁽¹⁾. In particolare, essi includono: (i) il requisito di fornire ai clienti informazioni adeguate di cui all'articolo 24, paragrafi 3 e 4, della direttiva 2014/65/UE ⁽²⁾; (ii) i requisiti di idoneità o adeguatezza di cui all'articolo 25, paragrafi 2 e 3, della direttiva 2014/65/UE ⁽³⁾; (iii) i requisiti di esecuzione alle condizioni migliori di cui all'articolo 27 della direttiva 2014/65/UE ⁽⁴⁾; (iv) gli obblighi di governance dei prodotti di cui all'articolo 16, paragrafo 3, e all'articolo 24, paragrafo 2, della direttiva 2014/65/UE; e (v) gli obblighi di comunicazione di cui agli articoli da 5 a 14 del regolamento (UE) n. 1286/2014.
- (54) Alcuni fornitori, intermediari e associazioni di settore hanno esplicitamente sostenuto nelle loro risposte all'invito a presentare contributi che l'ESMA deve considerare gli effetti della nuova legislazione prima di applicare eventuali misure d'intervento sui prodotti, in particolare la recente adozione della direttiva MiFID II (in particolare, le regole di governance dei prodotti) e i PRIIP.
- (55) Al riguardo, si osserva che la portata e il contenuto di vari requisiti normativi applicabili ai sensi della direttiva 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 600/2014 sono simili a quelli già fissati nella direttiva 2004/39/CE ⁽⁵⁾. Sebbene l'adozione della direttiva 2014/65/UE e del regolamento (UE) n. 600/2014 miri a migliorare diversi aspetti rilevanti dei servizi e delle attività di investimento per rafforzare la protezione degli investitori (anche mediante poteri di intervento sui prodotti), i miglioramenti di diverse disposizioni pertinenti non fanno fronte ai timori specifici descritti nella presente decisione. Pertanto, dal punto di vista dei rischi e del danno agli investitori di cui tratta la presente decisione, varie disposizioni sono rimaste sostanzialmente immutate.
- (56) Gli obblighi di fornire informazioni appropriate ai clienti sono stati specificati in maggior dettaglio nella direttiva 2014/65/UE, che ha rafforzato sensibilmente i requisiti di comunicazione dei costi e degli oneri, imponendo alle imprese di investimento di fornire informazioni aggregate su tutti i costi e gli oneri connessi ai servizi d'investimento e agli strumenti finanziari. Tuttavia, le norme relative alla comunicazione di informazioni, da sole – ivi incluso il miglioramento delle informazioni sui costi – sono chiaramente insufficienti a far fronte al rischio complesso derivante dalla commercializzazione, dalla distribuzione o dalla vendita di CFD ai clienti al dettaglio.
- (57) In particolare, l'articolo 24, paragrafo 3, della direttiva 2014/65/UE dispone, tra l'altro, che tutte le informazioni, comprese le comunicazioni di marketing, indirizzate dalle imprese di investimento a clienti o potenziali clienti siano corrette, chiare e non fuorvianti. L'articolo 24, paragrafo 4, della direttiva 2014/65/UE dispone inoltre che ai clienti o potenziali clienti siano fornite tempestivamente informazioni appropriate sull'impresa di investimento e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie proposte, le sedi di esecuzione e tutti i costi e oneri relativi, ivi inclusi, in particolare, orientamenti e avvertenze sui rischi associati agli investimenti relativi a tali strumenti finanziari, e l'indicazione se gli strumenti finanziari siano destinati alla clientela al dettaglio o alla clientela professionale.
- (58) L'ESMA ha considerato altresì la pertinenza delle norme in materia di divulgazione di cui al regolamento (UE) n. 1286/2014. Detto regolamento fissa regole uniformi sul formato e sul contenuto del documento contenente le informazioni chiave che devono essere fornite dai produttori di prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (« PRIIP») agli investitori al dettaglio, al fine di consentire loro di comprendere e raffrontare le caratteristiche e i rischi chiave dei PRIIP. In particolare, l'articolo 5 del regolamento (UE) n. 1286/2014, come

⁽¹⁾ 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 (GUL 352 del 9.12.2014, pag. 1).

⁽²⁾ Ex articolo 19, paragrafi 2 e 3 della direttiva 2004/39/CE.

⁽³⁾ Ex articolo 19, paragrafi 4 e 5, della direttiva 2004/39/CE.

⁽⁴⁾ Ex articolo 21 della direttiva 2004/39/CE.

⁽⁵⁾ L'allegato IV della direttiva 2014/65/UE fornisce una tavola di concordanza tra i requisiti stabiliti dalla direttiva 2004/39/CE e quelli fissati dalla direttiva 2014/65/UE e dal regolamento (UE) n. 600/2014.

ulteriormente attuato dal regolamento delegato (UE) 2017/653 ⁽¹⁾ della Commissione, definisce, tra l'altro, la metodologia di presentazione dell'indicatore sintetico di rischio e delle relative spiegazioni, ivi compreso se l'investitore al dettaglio può perdere tutto il capitale investito o se può sostenere impegni finanziari aggiuntivi. Tuttavia, questo tipo di comunicazione non attira sufficientemente l'attenzione dei clienti al dettaglio sulle conseguenze specifiche dell'investimento in CFD. Ad esempio, il coefficiente di rendimento si riferisce solo al singolo prodotto CFD e pertanto non fornisce al cliente la percentuale complessiva dei conti dei clienti al dettaglio che subiscono perdite monetarie quando negoziano CFD. Inoltre, l'indicatore sintetico di rischio non include informazioni dirette sui risultati del prodotto in passato e tali informazioni potrebbero non essere fornite nelle spiegazioni testuali di accompagnamento, giacché il produttore di PRIIPS ha una certa discrezionalità rispetto all'entità delle spiegazioni da fornire.

- (59) L'ESMA ha valutato se tali requisiti possono far fronte ad alcuni o a tutti i timori relativi alla commercializzazione, alla distribuzione o alla vendita di CFD ai clienti al dettaglio o se possano perlomeno eliminare la necessità di introdurre le avvertenze sui rischi di cui alla presente decisione. Tuttavia, i suddetti requisiti non garantiscono che ai clienti al dettaglio in tutta l'Unione europea vengano fornite informazioni uniformi ed efficaci sui rischi correlati alla negoziazione in CFD. In particolare, gli orientamenti e le avvertenze di cui all'articolo 24, paragrafo 4, della direttiva 2014/65/UE non sembrano affrontare tali timori considerata la divergenza nelle informazioni che possono essere fornite ai clienti, che potrebbero essere insufficienti ad attirare l'attenzione degli stessi sulle conseguenze concrete derivanti dalla negoziazione in CFD. Le avvertenze sui rischi introdotte dalla presente decisione fornirebbero ai clienti al dettaglio informazioni importanti, in particolare sulla percentuale di conti al dettaglio che subiscono perdite monetarie dalla negoziazione in CFD con ciascuna specifica impresa. Inoltre, tali avvertenze armonizzerebbero le prassi seguite dalle imprese transfrontaliere, garantendo così un livello uniforme di informazioni agli investitori in tutta l'Unione.
- (60) I requisiti di idoneità sono stati rafforzati anche nella direttiva 2014/65/UE, la quale ridefinisce la valutazione dell'adeguatezza prevedendo che al cliente sia fornita una relazione in merito. In particolare, a norma dell'articolo 25, paragrafo 2, della direttiva 2014/65/UE, i fornitori di CFD sono tenuti a ottenere le informazioni necessarie in merito alle conoscenze o esperienze del cliente o potenziale cliente in materia di investimenti riguardo, tra l'altro, al tipo specifico di prodotto, alla situazione finanziaria del cliente o potenziale tale inclusa la sua capacità di sostenere perdite, e i suoi obiettivi di investimento, inclusa la sua tolleranza al rischio, affinché tali fornitori di CFD siano in grado di raccomandare i servizi di investimento e gli strumenti finanziari che siano adeguati al cliente o al potenziale cliente e siano adeguati in funzione della sua tolleranza al rischio e della sua capacità di sostenere perdite. Tuttavia, i requisiti di idoneità sono applicabili soltanto alla prestazione di consulenza in materia di investimenti e di gestione di portafoglio e pertanto sono di norma non pertinenti in relazione alla negoziazione in CFD, che avviene principalmente su piattaforme elettroniche, senza la prestazione di servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione di portafoglio.
- (61) Inoltre, gli obiettivi della valutazione dell'adeguatezza (cioè dell'esame dei prodotti a fronte dell'esperienza, delle conoscenze, della situazione finanziaria e degli obiettivi di investimento dei clienti) sono sostanzialmente rimasti immutati rispetto al regime di cui alla direttiva 2004/39/CE e, come evidenziato nella presente decisione, non sono stati sufficienti per evitare il danno agli investitori individuato.
- (62) Analogamente, i requisiti di adeguatezza sono stati rafforzati dalla direttiva 2014/65/UE, principalmente attraverso la limitazione dell'elenco dei prodotti non complessi che ha comportato la riduzione della portata dei prodotti per servizi di sola esecuzione. L'articolo 25, paragrafo 3, della direttiva 2014/65/UE dispone che i fornitori di CFD debbano chiedere al cliente o potenziale cliente di fornire informazioni in merito alle sue conoscenze ed esperienze in materia di investimenti riguardo, tra l'altro, al tipo specifico di prodotto o servizio proposto o chiesto, al fine di permettere al fornitore di determinare se il prodotto è appropriato per il cliente o potenziale cliente. Qualora ritenga che il prodotto non sia appropriato per il cliente o potenziale cliente, il fornitore lo avverte di tale situazione. I CFD vanno classificati come prodotti finanziari complessi e pertanto sono soggetti alla verifica di adeguatezza di cui all'articolo 25, paragrafo 3, della direttiva 2014/65/UE.

⁽¹⁾ Regolamento delegato (UE) 2017/653 della Commissione dell'8 marzo 2017, che integra il regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati stabilendo norme tecniche di regolamentazione per quanto riguarda la presentazione, il contenuto, il riesame e la revisione dei documenti contenenti le informazioni chiave e le condizioni per adempiere il requisito di fornire tali documenti (GUL L 100, 12.4.2017, pag. 1).

- (63) Tuttavia, tale requisito era già previsto dalla direttiva 2004/39/CE, che disponeva sostanzialmente la medesima verifica di adeguatezza disposta dalla direttiva 2014/65/UE. Come evidenziato nella presente decisione e come dimostrato dall'esperienza di vigilanza maturata dalle autorità nazionali competenti ⁽¹⁾, la verifica di adeguatezza non è stata sufficiente a far fronte al timore in merito alla protezione degli investitori descritto nella presente decisione.
- (64) Pertanto, è improbabile che le verifiche di idoneità e di adeguatezza ai sensi dei requisiti normativi vigenti siano sufficienti ad assicurare che le modalità di negoziazione in CFD dei clienti al dettaglio siano tali da fare fronte ai timori significativi in merito alla protezione degli investitori.
- (65) Per quanto concerne l'esecuzione alle condizioni migliori, la maggior parte delle norme in materia erano già presenti nella direttiva 2004/39/CE; tuttavia, esse sono state rafforzate dalla direttiva 2014/65/UE. In particolare, l'articolo 27 della direttiva 2014/65/UE prescrive alle imprese di investimento di adottare «misure sufficienti» (e non più «tutte le misure ragionevoli») per ottenere il miglior risultato possibile per i loro clienti allorché eseguono ordini. Inoltre, i partecipanti al mercato devono pubblicare informazioni integrative; in particolare, le imprese di investimento devono divulgare le prime cinque sedi di esecuzione in cui hanno eseguito ordini di clienti e i risultati raggiunti nell'esecuzione degli stessi.
- (66) L'ESMA ha valutato se le norme sull'esecuzione alle condizioni migliori riviste possano far fronte almeno ad alcuni dei timori individuati in relazione alla commercializzazione, alla distribuzione o alla vendita di CFD ai clienti al dettaglio. Una maggiore trasparenza nell'esecuzione degli ordini aiuta i clienti a comprendere e a valutare meglio la qualità delle pratiche di esecuzione dell'impresa, e pertanto a valutare più accuratamente la qualità globale del servizio offertogli. Inoltre, una migliore informazione sulle modalità di esecuzione degli ordini adottate dalle imprese aiuta i clienti a verificare che l'impresa abbia adottato le misure sufficienti per ottenere il miglior risultato possibile per i clienti stessi. I requisiti relativi all'esecuzione alle condizioni migliori rafforzano anche il criterio dell'esecuzione alle condizioni migliori in relazione ai prodotti negoziati fuori listino (OTC), disponendo che, quando eseguono ordini o decidono di negoziare prodotti OTC, ivi inclusi prodotti personalizzati, le imprese debbano verificare l'equità del prezzo proposto al cliente. I requisiti fissati dalla direttiva 2014/65/UE implicano la raccolta di dati di mercato da utilizzare per la stima del prezzo di tale prodotto e, laddove possibile, il confronto con prodotti simili o comparabili. Tuttavia, le norme sull'esecuzione alle condizioni migliori non fanno fronte di per sé ai rischi inerenti alle caratteristiche del prodotto diverse dall'esecuzione, né a quelli collegati all'ampia commercializzazione, distribuzione o vendita di tali prodotti ai clienti al dettaglio.
- (67) In relazione ai suddetti requisiti normativi vigenti sostanzialmente analoghi, l'ESMA ha ripetutamente osservato i rischi sopra descritti negli avvisi degli investitori, nelle «*Questions and Answers (Q&As)*» ⁽²⁾ [Domande e risposte] e nel parere sulle «*MiFID practices for firms selling complex products*» [Pratiche ai sensi della MiFID per le imprese che vendono prodotti finanziari complessi]. L'ESMA ha inoltre svolto attività di convergenza in materia di vigilanza, anche attraverso il gruppo congiunto e la *task force* sui CFD. Nonostante l'ampio utilizzo da parte dell'ESMA degli strumenti non vincolanti a sua disposizione per assicurare un'applicazione uniforme ed efficace dei requisiti normativi vigenti, il timore in merito alla protezione degli investitori persiste. Ciò evidenzia che i suddetti requisiti non fanno fronte ai timori esistenti per le motivazioni descritte nella presente sezione.
- (68) Infatti, l'ESMA ha considerato il possibile impatto delle norme di governance dei prodotti di cui all'articolo 16, paragrafo 3, e all'articolo 24, paragrafo 2, della direttiva 2014/65/UE. Tali norme impongono che i fornitori che realizzano strumenti finanziari (ivi inclusi pertanto i CFD) da offrire in vendita alla clientela assicurino che tali prodotti siano concepiti per soddisfare le esigenze di un determinato mercato di riferimento di clienti finali individuato all'interno della pertinente categoria di clienti; che la strategia di distribuzione dei prodotti sia compatibile con il target; e, inoltre, che i fornitori adottino misure ragionevoli per garantire che il prodotto finanziario sia distribuito all'interno del mercato di riferimento individuato e che riesaminino regolarmente l'identificazione del mercato di riferimento dei prodotti che offrono e il loro rendimento. I fornitori di CFD devono conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui forniscono servizi di investimento, tenendo conto anche del mercato di riferimento di clienti finali, e fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell'interesse del cliente.

⁽¹⁾ Ad esempio, a seguito di una ispezione tematica effettuata, l'autorità preposta irlandese, la IE-CBI, ha espresso preoccupazioni in merito al criterio utilizzato per valutare le conoscenze e le esperienze dei clienti ai fini della valutazione dell'adeguatezza (<https://www.centralbank.ie/news/article/inspection-finds-75-percent-of-cfd-clients-lost-money>). Inoltre, i dati delle imprese ricevuti dalla UK-FCA nel primo trimestre del 2017 dai fornitori di CFD mostrano che, presso alcuni fornitori di CFD al dettaglio nel Regno Unito (che rappresentano circa il 70 % del mercato pertinente britannico), circa il 50 % dei clienti non ha superato la verifica dell'adeguatezza ma ha continuato a negoziare anche dopo aver ricevuto una più decisa avvertenza sui rischi. Inoltre, la FCA del Regno Unito ha osservato ripetute carenze da parte delle imprese in merito alla qualità delle loro valutazioni dell'adeguatezza e delle relative politiche e procedure (cfr. sopra).

⁽²⁾ «*Questions and Answers (Q&As) relating to the provision of CFDs and other speculative products to retail investors under MiFID*» [Domande e risposte riguardanti la fornitura di CFD e di altri prodotti speculativi agli investitori al dettaglio a norma della MiFID] (ESMA35-36-794), aggiornamento del 31 marzo 2017.

Inoltre, i fornitori di CFD che intendano distribuire uno strumento finanziario non realizzato da loro devono disporre di meccanismi adeguati per ottenere e comprendere le pertinenti informazioni relative al processo di approvazione del prodotto, compreso il mercato di riferimento identificato e le caratteristiche del prodotto. Anche i fornitori di CFD che distribuiscono strumenti finanziari realizzati da fornitori non soggetti agli obblighi di governance dei prodotti di cui alla direttiva 2014/65/UE o da fornitori di paesi terzi devono disporre di meccanismi adeguati per ottenere informazioni sufficienti sugli strumenti finanziari in questione.

- (69) L'ESMA sottolinea che gli obblighi di governance dei prodotti sono stati introdotti per la prima volta nel diritto dell'Unione dalla direttiva 2014/65/UE. Il 2 giugno 2017 l'ESMA ha pubblicato gli «Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II»⁽¹⁾ per i realizzatori e gli sviluppatori ai fini della valutazione del mercato di riferimento.
- (70) Sebbene questi requisiti possano restringere il tipo di clientela (il mercato di riferimento o target market) per il quale i CFD sarebbero appropriati e al quale dovrebbero essere pertanto distribuiti, essi non fanno fronte ai rischi principali descritti nella presente decisione inerenti alle caratteristiche del prodotto (ad esempio l'elevata leva finanziaria) o a prassi associate (ad esempio, la possibilità di imporre obblighi di pagamento supplementari o l'offerta di bonus). Inoltre detti requisiti non limitano specificamente la distribuzione sul mercato di massa di prodotti con le caratteristiche di cui sopra. Al contrario, il danno subito dai clienti dimostra che la commercializzazione, la distribuzione o la vendita di CFD non sono appropriate per il mercato al dettaglio di massa, a meno che non siano accompagnate da talune limitazioni che non sono fissate in dettaglio negli obblighi di governance dei prodotti. Laddove i partecipanti alla consultazione affermano giustamente che gli obblighi di governance dei prodotti sono aspetti importanti ai fini della scelta del mercato di riferimento (target market) e dell'allineamento della strategia di distribuzione con detto mercato, è altresì chiaramente emerso dalla consultazione che alcuni fornitori ritengono che CFD con elevati limiti di leva finanziaria (ad esempio, 100:1⁽²⁾) costituiscano, anche ove siano in vigore obblighi di governance dei prodotti, un prodotto adeguato per i clienti al dettaglio (concludendo che il mercato di riferimento per i CFD con questo specifico livello di leva sia il mercato di massa). Numerose imprese hanno continuato a commercializzare CFD con una leva finanziaria così elevata sul mercato di massa anche dopo l'attuazione della direttiva 2014/65/UE e degli obblighi di governance dei prodotti ivi fissati (limitandosi a effettuare la valutazione di adeguatezza). L'ESMA e le ANC dissentono da tale approccio. Ciò dimostra che gli obblighi di governance dei prodotti lasciano tuttora un certo margine di discrezionalità ai singoli fornitori nell'identificare le caratteristiche dei prodotti che intendono offrire ai loro clienti. Pertanto, manca tuttora un livello minimo comune di protezione degli investitori in tutta l'Unione europea.
- (71) Nonostante l'esistenza dei suddetti requisiti normativi, i dati di fatto dimostrano che i clienti al dettaglio continuano e continueranno a subire perdite monetarie nel negoziare in CFD. Pertanto, la presente misura è necessaria per far fronte alla minaccia esistente.

4. LE AUTORITÀ COMPETENTI NON HANNO ADOTTATO MISURE PER AFFRONTARE LA MINACCIA O LE MISURE ADOTTATE NON SONO SUFFICIENTI PER FARVI FRONTE [ARTICOLO 40, PARAGRAFO 2, LETTERA c), DEL REGOLAMENTO (UE) N. 600/2014]

- (72) Una delle condizioni da soddisfare affinché l'ESMA possa adottare le restrizioni di cui alla presente decisione è che un'autorità competente o le autorità competenti non abbiano adottato misure per affrontare la minaccia o le misure adottate non siano sufficienti per farvi fronte.
- (73) Il timore in merito alla protezione degli investitori descritto nella presente decisione ha indotto alcune ANC a svolgere consultazioni o a compiere iniziative a livello nazionale al fine di limitare la commercializzazione, distribuzione o vendita di CFD ai clienti al dettaglio:
- i) nell'agosto 2016, l'autorità competente belga, la *Financial Services and Markets Authority* («BE-FSMA»), ha emesso un divieto di commercializzazione di alcuni contratti derivati OTC (ivi inclusi i CFD) ai clienti al dettaglio. La stessa autorità ha inoltre proibito varie tecniche di distribuzione aggressive o inappropriate, come ad esempio il marketing telefonico non richiesto tramite *call centre* esterni, forme inappropriate di remunerazione e gli omaggi o i bonus fittizi⁽³⁾;
 - ii) dal novembre 2016, la CY-CySEC richiede che i fornitori di CFD stabiliscano una politica sulla leva finanziaria ed applichino limiti alla stessa non superiori a 50:1 per i clienti al dettaglio, a meno che un cliente provvisto delle conoscenze ed esperienze pertinenti faccia richiesta di un livello di leva superiore⁽⁴⁾. La stessa autorità impone inoltre ai fornitori di applicare una protezione da saldo negativo a ciascun conto CFD. Inoltre, dal marzo 2017 è in vigore il divieto di promozione tramite bonus⁽⁵⁾;

⁽¹⁾ ESMA, «Orientamenti sugli obblighi di governance dei prodotti ai sensi della MiFID II» del 2 giugno 2017 (ESMA 35-43-620)

⁽²⁾ Ad esempio London Capital Group Ltd, Dom Maklerski TMS Brokers S.A., GKFX Financial Services Limited, AxiCorp Financial Services Pty Ltd, Swissquote e anche alcune risposte riservate hanno fatto esplicito riferimento a una leva finanziaria di 100:1.

⁽³⁾ Regolamento della BE-FSMA che disciplina la distribuzione di alcuni strumenti finanziari derivati ai clienti.

⁽⁴⁾ Circolare CY-CySEC n. C168, del 30 novembre 2016.

⁽⁵⁾ Circolare CY-CySEC n. C168, del 30 novembre 2016.

- iii) dal dicembre 2016, la normativa nazionale francese ha istituito il divieto di comunicazioni di marketing da parte dei fornitori di servizi di investimento rivolte ai privati cittadini relative a CFD che non limitano la perdita del cliente per ciascuna posizione ⁽¹⁾;
- iv) dal luglio 2015, l'autorità polacca PL-KNF impone ai fornitori di CFD di fissare dei limiti di leva finanziaria non superiori a 100:1 per i CFD rivolti ai clienti al dettaglio ⁽²⁾. Nel luglio 2017, il ministro delle finanze polacco ha pubblicato un progetto di modifica della legge sulla negoziazione di strumenti finanziari che fissa il limite di leva finanziaria a 25:1 per tutte le classi di attività e strumenti finanziari negoziati dai clienti al dettaglio senza liquidazione attraverso una controparte centrale ⁽³⁾. Successivamente all'ampia consultazione pubblica svoltasi tra il luglio e il novembre 2017, in data 13 dicembre 2017, il ministro delle finanze polacco ha annunciato un aggiornamento del progetto e ha indetto una nuova consultazione pubblica dal 13 al 22 dicembre 2017. Il nuovo progetto introdurrà due diversi limiti di leva finanziaria: 100:1 per clienti al dettaglio esperti (coloro che hanno concluso almeno 40 transazioni nei 24 mesi prima di effettuare una nuova transazione soggetta a limite di leva) e 50:1 per i clienti al dettaglio privi di esperienza ⁽⁴⁾.
- v) dall'ottobre 2017, la *Malta Financial Services Authority* («MT-MFSA»), l'ANC maltese, ha istituito una *Online Forex Policy* (politica sul forex online) che impone ai fornitori di CFD, di rolling spot forex e di altri prodotti complessi e speculativi di fissare i seguenti limiti di leva finanziaria: 50:1 per i clienti al dettaglio e 100:1 per i clienti al dettaglio che scelgono di essere considerati clienti professionali ⁽⁵⁾;
- vi) nel maggio 2017, la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* («DE-BaFin»), l'ANC tedesca, ha vietato la commercializzazione, la distribuzione o la vendita ai clienti al dettaglio di CFD che non escludono obblighi di pagamento supplementari ⁽⁶⁾;
- vii) dal marzo 2017, la ES-CNMV ha imposto alle entità che commercializzano ai clienti al dettaglio stabiliti in Spagna prodotti CFD o forex con indice di leva finanziaria superiore a 10:1 od opzioni binarie, di informare espressamente i propri clienti che, a parere della ES-CNMV, a causa della complessità e del livello di rischio di tali prodotti, il loro acquisto non sia adatto ai clienti al dettaglio. L'autorità spagnola ha inoltre chiesto a dette imprese di garantire che i clienti siano informati dei costi che dovranno sostenere qualora decidessero di procedere all'acquisto di tali prodotti e, nel caso di prodotti CFD e Forex, di avvertirli che, a causa della leva finanziaria, le perdite possono superare la somma versata inizialmente per l'acquisto del prodotto. Inoltre, tali imprese devono ottenere dai clienti una dichiarazione scritta od orale con registrazione audio comprovante che il cliente è consapevole del fatto che il prodotto che sta acquistando è particolarmente complesso e che la ES-CNMV non lo ritiene adatto ai clienti al dettaglio. Inoltre, il materiale pubblicitario utilizzato dalle imprese soggette alla vigilanza della ES-CNMV per promuovere questi prodotti deve sempre contenere un avvertimento in merito alla difficoltà di comprendere i prodotti e al fatto che la ES-CNMV ritiene gli stessi inadatti ai clienti al dettaglio a causa della loro complessità e del loro livello di rischio. L'autorità spagnola ha inoltre richiesto alle autorità omologhe cipriota e britannica (CY-CySEC e UK-FCA) di informare i fornitori di CFD di tali requisiti, e di invitare le imprese che forniscono tali servizi in Spagna a pubblicare la stessa avvertenza ⁽⁷⁾;
- viii) il 6 marzo 2017, la IE-CBI ha pubblicato un documento di consultazione inteso ad acquisire pareri su due opzioni principali: (i) il divieto di vendita o distribuzione di CFD ai clienti al dettaglio o (ii) l'attuazione di misure volte a migliorare la protezione degli investitori, ivi inclusa la limitazione dell'indice di leva finanziaria e il requisito che i clienti al dettaglio non possano perdere più dell'importo che hanno depositato sulla base di ciascuna posizione ⁽⁸⁾;

⁽¹⁾ *Article 72 de Loi n. 2016-1691 del 9 décembre 2016 relative à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique.*

⁽²⁾ Disponibile al seguente indirizzo: <http://prawo.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20150000073>

⁽³⁾ Disponibile al seguente indirizzo: <http://legislacja.gov.pl/docs//2/12300403/12445426/12445427/dokument298571.pdf>

⁽⁴⁾ Disponibile al seguente indirizzo: <https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/12300403/12445438/12445439/dokument321489.pdf>

⁽⁵⁾ MT-MFSA: Requisiti per le Imprese di servizi di investimento Categoria 2 o Categoria 3 che distribuiscono o intendono distribuire CFD e/o contratti *rolling spot forex* ai sensi del regime MiFID, 3 aprile 2017; disponibile sul sito: https://www.mfsa.com.mt/pages/readfile.aspx?f=/files/Announcements/Consultation/2017/20170403_Revised%20online%20forex%20policy_clean.pdf

⁽⁶⁾ L'atto amministrativo generale della DE-BaFin è stato pubblicato l'8 maggio 2017 e i fornitori di CFD erano tenuti a conformarsi alle sue disposizioni entro il 10 agosto 2017; l'atto è disponibile sul sito: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_170508_allgvfg_cfd_wa.html;jsessionid=BEF7FF8ADA6FF31D076D4DE32FBF8025_2_cid290?nn=7846960.

⁽⁷⁾ Le misure previste sono state annunciate dalla comunicazione della ES-CNMV «*Measures on the Marketing of CFDs and Other Speculative Products to Retail Investors*» (Misure sulla commercializzazione di CFD e di altri prodotti speculativi presso gli investitori al dettaglio), del 21 marzo 2017.

⁽⁸⁾ *Consultation Paper 107 on the Protection of Retail Investors in relation to the Distribution of CFDs* (Documento di consultazione n. 107 sulla protezione degli investitori al dettaglio in relazione alla distribuzione di CFD).

- ix) il 10 maggio 2017, l'ANC greca, la *Ελληνική Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς* («EL-HCMC»), ha pubblicato una circolare sulla prestazione di servizi di investimento in strumenti finanziari derivati fuori listino (ivi inclusi Forex, CFD e opzioni binarie) mediante piattaforme elettroniche di negoziazione ⁽¹⁾;
- x) nel febbraio del 2018, la PT-CMVM ha pubblicato una circolare che disponeva l'obbligo per le imprese di investimento di astenersi dal fornire servizi di negoziazione relativi a derivati collegati a criptovalute qualora dette imprese non siano in grado di garantire il rispetto di tutti gli obblighi d'informazione nei confronti dei clienti in merito alle caratteristiche dei prodotti.
- (74) Inoltre, la *Finanstilsynet* (NO-Finanstilsynet), l'ANC norvegese, ha pubblicato il 26 febbraio 2018 un documento di consultazione che propone, tra l'altro, misure simili in relazione ai CFD, come proposto dall'ESMA nell'invito a presentare contributi. La consultazione si è svolta dal 26 febbraio al 26 marzo 2018 ⁽²⁾.
- (75) Altre ANC hanno emanato avvertenze ai clienti al dettaglio relative ai CFD. In particolare:
- i) nel dicembre 2016, l'AT-FMA ha pubblicato un'avvertenza sui rischi associati ai CFD, ai rolling spot forex e alle opzioni binarie;
- ii) nel febbraio 2017, la IT-CONSOB ha pubblicato un'avvertenza specifica ai clienti al dettaglio italiani in merito ai rischi associati ai CFD ⁽³⁾; e
- iii) nel novembre 2017, la UK-FCA ha pubblicato un'avvertenza sui rischi associati ai CFD relativi a criptovalute ⁽⁴⁾.
- (76) Inoltre, la NO-Finanstilsynet ha revocato l'autorizzazione di un fornitore di CFD in seguito a un'ispezione in loco.
- (77) Come indicato sopra, alcune azioni intese a far fronte ai timori in merito alla protezione degli investitori derivanti dalla commercializzazione, dalla distribuzione o dalla vendita di CFD ai clienti al dettaglio sono state adottate o considerate dalle ANC di 13 su 28 Stati membri. Tali misure variano significativamente e includono, tra l'altro, un divieto di commercializzazione di CFD ai clienti al dettaglio, l'introduzione di alcuni limiti all'indice di leva finanziaria, di limitazioni alla commercializzazione e di un requisito di garantire la protezione dal saldo negativo. Tuttavia, sebbene tali misure abbiano prodotto alcuni effetti, persistono timori significativi in merito alla protezione degli investitori.
- (78) Ad esempio, in Francia, paese che ha adottato una delle misure più restrittive di tutta l'Unione, la FR-AMF conferma di nutrire tuttora timori in relazione alle caratteristiche di tali prodotti e al persistere della loro offerta ai clienti al dettaglio. A titolo d'esempio, sebbene tale autorità abbia registrato una riduzione del numero di reclami nel 2017, essa riceve tuttora un numero elevato (33 %) ⁽⁵⁾ di reclami in merito a questi prodotti, rispetto al numero totale di reclami che riceve in relazione ad altri prodotti e servizi di investimento. In Polonia, l'adozione di misure nel luglio 2015 non si è rivelata sufficiente per far fronte ai timori in merito alla protezione degli investitori. Come menzionato in precedenza, uno studio condotto dall'autorità polacca PL-KNF nel primo trimestre del 2018 ha dimostrato che il 79,69 % dei clienti ha subito perdite monetarie nel 2017 e che la perdita media per cliente è aumentata.
- (79) Per contro, in Belgio, l'autorità BE-FSMA è soddisfatta del risultato del proprio intervento; va osservato, tuttavia, che tale autorità ha introdotto un divieto totale di commercializzazione di CFD ai clienti al dettaglio e pertanto questi prodotti non possono più essere legalmente offerti a detta categoria di clienti in Belgio.
- (80) L'ESMA non ha prove del fatto che il divieto, in alternativa alla limitazione della commercializzazione, della distribuzione o della vendita di CFD ai clienti al dettaglio a livello dell'Unione, sia necessario nella fase attuale. Tuttavia, considerato che le singole limitazioni contenute nelle misure nazionali adottate sino a oggi, che prevedono solo alcuni degli elementi inclusi nella presente misura (per esempio limiti specifici alla leva finanziaria o limiti relativi alla commercializzazione), si sono rivelate insufficienti a dissipare il timore in merito alla protezione degli investitori identificato, l'ESMA ritiene necessario imporre ciascuno dei requisiti di cui alla presente decisione sotto forma di pacchetto unitario, per raggiungere un livello di protezione minima dei clienti al dettaglio in tutta l'Unione.

⁽¹⁾ HCMC, circolare n. 56/10.5.2017.

⁽²⁾ Disponibile al seguente indirizzo: <https://www.finanstilsynet.no/contentassets/455795d40fe4445f88a3b71b35079c94/horningsnotat-produktintervensjon.pdf>

⁽³⁾ La comunicazione della CONSOB è stata pubblicata il 13 febbraio 2017 nella sua newsletter, disponibile sul sito: (versione italiana) <http://www.consob.it/web/area-pubblica/avvisi-ai-risparmiatori/documenti/tutela/cns/2017/ct20170207.html>; (versione inglese) http://www.consob.it/web/consob-and-its-activities/newsletter/documenti/english/en_newsletter/2017/year_23_n-05_13_february_2017.html#news2.

⁽⁴⁾ Disponibile al seguente indirizzo: <https://www.fca.org.uk/news/news-stories/consumer-warning-about-risks-investing-cryptocurrency-cfds>

⁽⁵⁾ Il 33 % di tutti i reclami ricevuti dalla AMF nel 2017 è relativo ai CFD e alle opzioni binarie.

- (81) Inoltre, i CFD sono comunemente commercializzati, distribuiti o venduti tramite conti di negoziazione online. Pertanto, un divieto o una limitazione nazionale sarebbero insufficienti a proteggere i clienti al dettaglio negli Stati membri diversi dallo Stato membro nel quale la misura è stata adottata qualora i fornitori di CFD operino in altri Stati membri. Come rivelato dai dati raccolti dalla UK-FCA e dalla CY-CySEC ⁽¹⁾, i fornitori di CFD sono in grado di raggiungere facilmente e tempestivamente nuovi clienti in tutta l'Unione, operando online. Come ulteriore esempio comprovante la persistente dimensione a livello di UE dell'attività d'impresa in questo settore, la IT-CONSOB ha segnalato all'ESMA che tutti i reclami ricevuti in merito ai CFD e alle opzioni binarie nel periodo tra il settembre 2017 e il febbraio 2018 riguardavano fornitori di CFD aventi sede in cinque diversi Stati membri e operanti in Italia in virtù della libertà di fornire servizi o attività di investimento o del diritto di stabilire una succursale in altri Stati membri ⁽²⁾.
- (82) Alla luce di quanto sopra, perché le misure nazionali siano efficaci per i clienti al dettaglio in tutta l'Unione, è necessario che le ANC di tutti gli Stati membri agiscano rapidamente al fine di introdurre il livello minimo comune di protezione per gli investitori fissato nella presente decisione. Giacché ciò non si è verificato e considerata l'urgenza di fare fronte ai timori emersi in merito alla protezione degli investitori, l'ESMA ritiene necessario esercitare i propri poteri di intervento temporaneo sui prodotti. A causa dell'elevata frammentazione del quadro normativo esistente i clienti al dettaglio delle varie giurisdizioni dell'Unione godono di livelli di protezione diseguali o addirittura assenti quando investono negli stessi prodotti complessi, talvolta provenienti dagli stessi fornitori.
- (83) Infine, anche il ricorso da parte delle ANC ai propri poteri di vigilanza ai sensi dell'articolo 69 della direttiva 2014/65/UE, ad esempio a norma del paragrafo 2, lettera f) (temporanea interdizione dell'esercizio dell'attività professionale) o lettera t) (sospensione della commercializzazione o della vendita per inottemperanza ai requisiti sul processo di approvazione del prodotto), non farebbe fronte ai timori significativi in merito alla protezione degli investitori. Infatti, una misura di intervento sul prodotto si applica a un prodotto o a un'attività relativa a quel prodotto, e pertanto a tutte le imprese di investimento che forniscono quel prodotto o attività, piuttosto che a una particolare inosservanza da parte di una singola impresa di investimento. Pertanto, giacché la misura di intervento affronta a livello dell'Unione i rischi emersi dall'offerta di CFD ai clienti al dettaglio, essa risulta più efficace rispetto a eventuali iniziative delle ANC rivolte alle singole imprese. Come osservato sopra, i dati disponibili dimostrano che il problema interessa l'intero mercato e non è limitato alle specificità di particolari fornitori, giacché i rischi principali sono parte intrinseca del prodotto e del modello d'impresa dei fornitori. Di conseguenza, l'adozione di diverse singole misure da parte delle varie autorità di vigilanza non produrrebbe l'effetto immediato di prevenire ulteriori danni per i clienti al dettaglio e non costituirebbe una valida alternativa all'uso dei poteri di intervento dell'ESMA. La natura transfrontaliera della distribuzione di CFD, il fatto che questi riguardino più di uno Stato membro, la diffusione della distribuzione degli stessi in nuove giurisdizioni e la proliferazione di diverse misure nazionali per affrontare timori simili in merito alla protezione degli investitori (il che a sua volta, può contribuire al rischio di arbitraggio normativo) portano alla conclusione che siano necessarie misure su scala europea per garantire un livello comune di protezione in tutta l'Unione.

5. LA MISURA DELL'ESMA FRONTEGGIA UN TIMORE SIGNIFICATIVO IN MERITO ALLA PROTEZIONE DEGLI INVESTITORI IDENTIFICATO E NON HA SULL'EFFICIENZA DEI MERCATI FINANZIARI O SUGLI INVESTITORI EFFETTI NEGATIVI SPROPORZIONATI RISPETTO AI SUOI BENEFICI [ARTICOLO 40, PARAGRAFO 2, LETTERA a), E PARAGRAFO 3, LETTERA a) DEL REGOLAMENTO (UE) N. 600/2014]

- (84) Alla luce della dimensione e della natura del timore significativo individuato in merito alla protezione degli investitori, l'ESMA ritiene necessario e proporzionato imporre una limitazione temporanea alla commercializzazione, alla distribuzione o alla vendita di CFD ai clienti al dettaglio laddove siano soddisfatte determinate condizioni.
- (85) La limitazione imposta dall'ESMA fronteggia il timore significativo in merito alla protezione degli investitori identificato garantendo un livello appropriato e uniforme di protezione minima ai clienti al dettaglio che negoziano in CFD nell'Unione. Inoltre, essa non ha effetti negativi sull'efficienza dei mercati finanziari o sugli investitori sproporzionati rispetto ai benefici.
- (86) I principali benefici collegati alle misure di intervento temporanee dell'ESMA sono i seguenti:
- i) la riduzione del rischio di vendita abusiva di CFD e delle relative conseguenze finanziarie. Ciò costituisce un importante beneficio per i clienti al dettaglio e per i mercati finanziari nel complesso;

⁽¹⁾ Nel Regno Unito e a Cipro, dove sono stabiliti la maggior parte dei fornitori di CFD, la CY-CySEC e la UK-FCA hanno segnalato un aumento del numero di fornitori specializzati nella vendita di CFD ai clienti al dettaglio su base transfrontaliera, che è passato da 103 a 138 imprese aventi base a Cipro e da 117 a 143 imprese con base nel Regno Unito tra il 2016 e il 2017.

⁽²⁾ Articoli 34 e 35 della direttiva 2014/65/UE.

- ii) la riduzione dei rischi connessi all'arbitraggio normativo o di vigilanza tra i vari enti e le diverse giurisdizioni;
 - iii) il ripristino della fiducia degli investitori nei mercati finanziari, anche nei confronti dei fornitori attivi in questo settore che possono aver subito un danno di reputazione a causa di problemi con gli investitori.
- (87) L'ESMA ritiene che le possibili conseguenze finanziarie e i possibili costi a cui i fornitori dovranno far fronte nell'attuazione delle misure d'intervento di cui alla presente decisione possano includere sia elementi a tantum sia elementi di natura continuativa, relativi, tra l'altro, a:
- i) costi relativi ai sistemi informatici, iniziali e continuativi;
 - ii) l'aggiornamento/la revisione dei dispositivi procedurali ed organizzativi esistenti;
 - iii) i costi relativi alle risorse umane pertinenti preposte all'attuazione delle misure d'intervento dell'ESMA (ivi inclusi i costi dei funzionari preposti al controllo di conformità normativa e del personale che fornisce i servizi di investimento pertinenti o informazioni sui prodotti);
 - iv) le attività necessarie di revisione e adeguamento dei contratti esistenti;
 - v) la riduzione dei volumi di vendita dei prodotti interessati dalle misure d'intervento dell'ESMA.
- (88) È possibile che alcuni dei suddetti costi vengano trasferiti agli investitori.
- (89) Ulteriori osservazioni in merito all'impatto atteso delle misure d'intervento sono fornite di seguito.

5.1 Protezione tramite margine iniziale

- (90) L'ESMA ritiene necessario imporre una limitazione alla commercializzazione, alla distribuzione e alla vendita di CFD ai clienti al dettaglio applicando alcuni determinati limiti di leva finanziaria a seconda della natura del sottostante.
- (91) L'introduzione di tali limiti di leva finanziaria proteggerà i clienti imponendo loro di versare un margine iniziale minimo al fine di accedere a un CFD. Questo requisito è detto «protezione tramite margine iniziale». Tale margine iniziale limiterà l'esposizione nozionale di investimento del cliente in relazione alla somma investita. Poiché i costi che un cliente affronta aumentano in termini di esposizione nozionale di investimento, la protezione tramite margine iniziale ridurrà la probabilità che i clienti subiscano perdite rispetto alle probabilità attese qualora negoziassero a un indice di leva finanziaria più elevato ⁽¹⁾. Come spiegato ulteriormente in appresso, la ricerca accademica empirica conferma quest'analisi e stabilisce che la fissazione di limiti di leva finanziaria migliora i risultati medi per gli investitori ⁽²⁾.
- (92) Nel trarre le proprie conclusioni, l'ESMA ha preso in considerazione le risposte al suo invito a presentare contributi. Le risposte fornite dai fornitori, dalle associazioni di imprese del settore e da altri soggetti interessati hanno espresso un parere generalmente negativo, tranne alcune eccezioni, nei confronti dei limiti agli indici di leva finanziaria proposti. L'impatto principale paventato dai fornitori dell'imposizione di limiti agli indici di leva finanziaria proposti era una diminuzione attesa dei rendimenti. Tuttavia, numerosi partecipanti hanno osservato che, in linea generale, non erano contrari alla proposta di fissare limiti agli indici di leva finanziaria come misura d'intervento, ma, piuttosto, dissentivano dai limiti specifici proposti.
- (93) Le organizzazioni di rappresentanza dei consumatori si sono in genere espresse positivamente nei confronti delle misure proposte in merito ai CFD, ivi inclusa la proposta di limiti agli indici di leva finanziaria proposti dall'ESMA. Tuttavia, circa la metà delle risposte pervenute dai rappresentanti dei consumatori suggerivano di adottare misure ancora più rigorose di quelle proposte dall'ESMA, come ad esempio limiti più rigorosi agli indici di leva finanziaria o un divieto totale di commercializzazione, distribuzione o vendita di CFD ai clienti al dettaglio.
- (94) La maggior parte delle risposte pervenute dai privati cittadini ha espresso un'approvazione o disapprovazione generica e spesso succinta delle misure proposte, mentre soltanto un piccolo numero ha fornito adeguate motivazioni per le proprie risposte. La grande maggioranza dei privati cittadini partecipanti alla consultazione ha espresso un parere negativo in merito ai limiti dell'indice di leva finanziaria proposti. Tra i pochi privati cittadini che si sono espressi a favore delle misure proposte dall'ESMA sui CFD, alcuni hanno sostenuto che i clienti al dettaglio necessitano di un ulteriore livello di tutela nella negoziazione con questi strumenti. Alcuni hanno menzionato l'elevato importo delle perdite derivanti dalla negoziazione in CFD o hanno protestato per il comportamento aggressivo di talune imprese. In alcuni casi, gli investitori hanno dichiarato di essere stati vittime di frodi.

⁽¹⁾ Maggiore è l'indice di leva finanziaria, maggiore è la probabilità che i clienti subiscano perdite in quanto i differenziali e le commissioni costituiscono una percentuale maggiore del margine iniziale. Inoltre, un indice di leva finanziaria maggiore rende più probabile che un cliente perda una data percentuale del margine, aumentando il rischio di danno sostanziale per l'investitore.

⁽²⁾ 'Should Retail Investors' Leverage Be Limited?' Rawley Z. Heimer e Alp Simsek. NBER Documento di lavoro n. 24176, pubblicato nel dicembre 2017 e disponibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2150980.

- (95) Alcuni partecipanti alla consultazione hanno sollecitato un ulteriore affinamento delle categorie utilizzate per la protezione tramite margine iniziale. Uno di essi ha suggerito la riclassificazione di vari sottostanti specifici a causa della loro volatilità. In seguito a ulteriori analisi quantitative, l'ESMA ha riassegnato l'EuroSTOXX50 alla classe di attività degli indici principali. Anche il NASDAQ-100 è stato aggiunto a tale classe di attività.
- (96) Gli studi disponibili indicano che un indice di leva finanziaria minore è associato al miglioramento dei risultati per i clienti, ivi incluse minori perdite sulle singole negoziazioni e minori spese complessive di transazione in funzione dei minori volumi di negoziazione ⁽¹⁾.
- (97) In particolare, una ricerca dettagliata svolta da Rawley Z. Heimer e Alp Simsek, che confronta i risultati dei clienti prima e dopo l'applicazione dei limiti dell'indice di leva finanziaria nel mercato statunitense, ha concluso che l'applicazione di tali limiti ha migliorato i risultati dei clienti con indice di leva finanziaria più elevato di 18 punti percentuali al mese e ha ridotto le loro perdite del 40 % ⁽²⁾. Tale studio accademico approfondito dimostra l'esistenza di una relazione positiva tra un indice inferiore di leva finanziaria e volumi di negoziazione minori, che ha contribuito al miglioramento dei risultati per i consumatori.
- (98) Durante la consultazione, l'ESMA non ha ricevuto alcun dato quantitativo che comprovasse che l'introduzione della protezione tramite margine iniziale comporti una riduzione dell'utile sugli investimenti per i clienti al dettaglio.
- (99) Inoltre, l'imposizione di un margine iniziale minimo farà fronte ad alcuni dei rischi di distribuzione relativi ai CFD, facendo sì che soltanto i clienti al dettaglio capaci di versare un margine sufficientemente alto possano negoziare in questi prodotti ⁽³⁾.
- (100) Sempre a questo riguardo, ci si attende che la protezione tramite margine iniziale diminuisca la probabilità che i fornitori di CFD puntino a clienti al dettaglio di massa mediante conti di dimensioni più limitate, dotati di un indice di leva finanziaria maggiore. È probabile che ciò incoraggi le imprese a focalizzarsi su clienti al dettaglio e investitori di professione sofisticati, piuttosto che puntare al «churning» (sfruttamento) di clienti al dettaglio meno sofisticati. La protezione tramite margine iniziale proposta contribuirà pertanto a garantire che i fornitori di CFD agiscano nel miglior interesse dei loro clienti piuttosto che cercare di attrarre nuovi clienti o di espandere la propria quota di mercato mediante livelli più alti di leva finanziaria.
- (101) La protezione tramite margine iniziale contribuirà inoltre ad affrontare il rischio di potenziali conflitti di interesse, in particolare ove i fornitori di CFD non forniscano copertura delle negoziazioni dei loro clienti e pertanto beneficino direttamente delle perdite di questi ultimi, riducendo il rischio che le imprese traggano profitto dalle negoziazioni in perdita dei clienti e dagli utili attesi dall'attività di negoziazione. Ciò rispecchia l'approccio di protezione degli investitori comuni adottato da un certo numero di altre giurisdizioni internazionali ⁽⁴⁾.
- (102) La protezione tramite margine iniziale per ciascun sottostante è stata fissata in base alla volatilità dello stesso sottostante, utilizzando un modello di simulazione per valutare la probabilità che un cliente perda il 50 % del suo investimento iniziale nell'arco di un adeguato periodo di possesso ⁽⁵⁾. Specificamente, l'ESMA ha effettuato una simulazione quantitativa della distribuzione degli utili che un investitore in un singolo CFD può aspettarsi di ottenere a diversi livelli di leva finanziaria. Il punto di partenza della simulazione era approssimativamente 10 anni di dati relativi di prezzo di mercato giornalieri (nella maggior parte dei casi) per diverse tipologie di sottostante comunemente utilizzate nei CFD venduti ai clienti al dettaglio ⁽⁶⁾. Ai fini dell'analisi, l'ESMA ha considerato un CFD che viene chiuso automaticamente se il margine raggiunge il 50 % del suo valore iniziale. La probabilità simulata che avvenga la chiusura dipende dall'indice di leva finanziaria e aumenta con l'aumentare dello stesso. Un parametro esaminato è la probabilità di chiusura (automatica) in funzione dell'indice di leva finanziaria. Questo parametro permette di fissare limiti di leva finanziaria secondo un modello concepito per far fronte al danno in modo uniforme per le diverse tipologie di sottostante.

⁽¹⁾ Cfr., Heimer, Rawley, e Simsek, Alp, *Should Retail Investors' Leverage Be Limited?* NBER Documento di lavoro n. 24176, pubblicato nel dicembre 2017 e disponibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2150980.

⁽²⁾ *Should Retail Investors' Leverage Be Limited?* Rawley Z. Heimer e Alp Simsek. NBER Documento di lavoro n. 24176, pubblicato nel dicembre 2017 e disponibile al seguente indirizzo: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2150980.

⁽³⁾ Protezione tramite margine iniziale dovrebbe ridurre anche la distribuzione di questi prodotti a investitori particolarmente vulnerabili, come per esempio categorie di clienti a basso reddito.

⁽⁴⁾ Per esempio, limiti dell'indice di leva finanziaria sono in vigore negli Stati Uniti, in Giappone, a Hong Kong e a Singapore. I limiti dell'indice di leva finanziaria e i requisiti di margine minimo sono inclusi anche nel documento di consultazione dell'IOSCO del febbraio 2018, disponibile sul sito: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD592.pdf>.

⁽⁵⁾ Un quadro analitico simile è stato impiegato dalla FCA nella sua consultazione pubblicata nel dicembre 2016. Disponibile al seguente indirizzo: <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp16-40.pdf>.

⁽⁶⁾ Nella maggior parte dei casi, sono stati utilizzati i dati relativi a un periodo di circa 10 anni. Si è fatta eccezione per alcuni titoli di capitale, per i quali i dati relativi ai prezzi erano disponibili solo per il periodo decorrente dalla prima offerta al pubblico pertinente, e per le criptovalute.

- (103) L'ESMA ha considerato che, data la natura al dettaglio degli investitori e le statistiche sulla distribuzione del periodo di possesso di CFD (utilizzando i dati raccolti dalle ANC), era opportuno fissare la protezione tramite margine iniziale ipotizzando che i clienti al dettaglio detengano un'attività per almeno un giorno. Al fine di fornire un parametro di riferimento stabile, l'ESMA ha quindi simulato l'indice di leva finanziaria che porterebbe alla chiusura automatica al raggiungimento del margine con un 5 % di probabilità, per diverse attività sottostanti. La gamma dei risultati relativi a ciascuna classe di attività è servita quindi da base per la selezione dei limiti dell'indice di leva finanziaria. Nella maggior parte dei casi, i limiti sono stati fissati cautelativamente in prossimità dell'estremo inferiore della fascia. Inoltre, si è tenuto conto del grado di negoziazione delle diverse attività. Ad esempio, tra i CFD sulle merci, l'olio e l'oro sono entrambi comunemente negoziati dai clienti al dettaglio, ma le simulazioni indicano che l'indice di leva finanziaria che implica un 5 % di probabilità di chiusura del margine per i CFD sull'oro è circa il doppio rispetto a quello dei CFD sull'olio o su altre merci. Fissare la protezione tramite margine iniziale in questo modo, in particolare mediante posizioni simulate della durata di almeno un giorno, fornisce un livello di protezione uniforme e necessario per i clienti al dettaglio che potrebbero non monitorare la loro posizione attivamente durante la giornata di negoziazione o che potrebbero non essere in grado di valutare l'esigenza di reazioni tempestive alla luce della volatilità del mercato sottostante. Nel caso dei CFD su azioni, poiché i dati indicano che vengono di norma detenuti più a lungo rispetto ad altre attività, il periodo di possesso considerato è fino a cinque giorni.
- (104) L'ESMA ha valutato anche approcci alternativi alla calibrazione della protezione tramite margine iniziale. Ad esempio, un'alternativa potrebbe essere fissare un solo limite di leva finanziaria per tutti i CFD, indipendentemente dal loro sottostante. Tuttavia, l'ESMA ha ritenuto opportuno effettuare una distinzione tra diverse tipologie di sottostante in considerazione delle differenze nella volatilità storica dei prezzi tra diverse classi di sottostante nonché delle differenze nelle strutture di commissione tipiche dell'attuale popolazione di imprese che offrono CFD ⁽¹⁾ e in considerazione del comportamento tipico dei clienti.
- (105) Mentre l'attuazione della protezione tramite margine iniziale comporterà determinati costi per quei fornitori di CFD che dovranno adeguare i limiti di leva finanziaria attualmente offerti ai propri clienti al dettaglio, l'ESMA ritiene che questi costi non saranno sproporzionati ai benefici dell'introduzione di tale protezione. L'ESMA evidenzia inoltre che è già prassi comune per i fornitori di CFD modificare regolarmente l'effetto leva offerto ai clienti sulla base delle variazioni del profilo di rischio di determinate attività.

5.2 Protezione di chiusura automatica al raggiungimento del margine

- (106) Un'altra misura di tutela dei clienti al dettaglio è la chiusura automatica al raggiungimento del margine. Questa misura integra l'introduzione della protezione tramite margine iniziale e attenua il rischio per i clienti al dettaglio di perdere fondi significativi, superiori a quelli che avevano investito in un CFD, in circostanze di mercato normali.
- (107) L'introduzione della chiusura automatica al raggiungimento del margine e l'armonizzazione della percentuale alla quale i fornitori di CFD sono tenuti a chiudere il CFD aperto del cliente (al 50 % del margine iniziale richiesto) sono intese anche a fronteggiare l'applicazione incoerente delle prassi di chiusura automatica al raggiungimento del margine da parte dei fornitori di CFD. Alcune ANC hanno osservato che i fornitori di CFD permettono ai fondi dei loro clienti di ridursi fino allo 0-30 % del margine iniziale richiesto per aprire un CFD ⁽²⁾. Permettendo ai clienti di sottoporre il loro margine a un'erosione prossima allo zero, i fornitori espongono i propri clienti al rischio di perdere più dei fondi che hanno depositato, in particolare durante un evento di *gapping*. Di converso, fissare la chiusura automatica a un livello del margine troppo elevato esporrebbe i clienti a frequenti chiusure, il che potrebbe non essere nel loro interesse. La soglia del 50 % fissata dalla misura dell'ESMA attenua il rischio di perdita sostanziale da parte dei clienti al dettaglio ed è pertanto proporzionata.

⁽¹⁾ Le ipotesi di costo utilizzate sono basate sui dati relativi di costo provenienti dai fornitori di CFD. Le ipotesi di costo sono state variare nell'ambito di verifiche di robustezza del modello, senza produrre modifiche rilevanti dei risultati. Ciò non significa che i differenziali, le commissioni e gli oneri non costituiscono in generale una fonte di danno sostanziale, specialmente ad alti livelli di leva finanziaria. Infatti, questi costi sono una delle ragioni principali per cui la maggior parte dei clienti al dettaglio subisce perdite monetarie e sono una fonte di perdite sostanziali per i clienti che negoziano su molte posizioni frequentemente. Piuttosto, i controlli di robustezza indicano semplicemente che i differenziali, le commissioni e gli oneri tipici non rendono la chiusura automatica significativamente più probabile nell'ambito delle ipotesi utilizzate. Nell'esercizio di modellizzazione è stata simulata una singola posizione in CFD in tutti i casi.

⁽²⁾ Cfr. considerando (26).

- (108) Nell'invito a presentare contributi, l'ESMA ha descritto una protezione di chiusura automatica al raggiungimento del margine per posizioni individuali. Tale approccio era inteso a fronteggiare vari timori in merito all'eventuale applicazione della misura sulla base del conto di negoziazione in CFD nel mercato attuale. In particolare, poiché la protezione tramite margine iniziale si applica sulla base del sottostante del CFD, l'applicazione del principio della chiusura automatica al raggiungimento di un margine in base alla posizione assicurerà l'applicazione efficace della protezione tramite margine iniziale per ciascuna classe di sottostante e garantirà pertanto l'applicazione di un massimale solido alla leva finanziaria disponibile per ciascuna classe di sottostante. Un altro obiettivo perseguito con tale approccio è di garantire che i clienti al dettaglio siano consapevoli e comprendano la loro esposizione a ciascun sottostante. L'ESMA ha inizialmente proposto l'applicazione del principio della chiusura automatica al raggiungimento del margine al 50 % del margine iniziale in base alla posizione, al fine di conferire un'effettiva protezione ai clienti al dettaglio e al contempo di ridurre la complessità del prodotto, migliorando la comprensione dei clienti al dettaglio in merito alla loro esposizione.
- (109) L'ESMA ha considerato le risposte fornite al suo invito a presentare contributi. La stragrande maggioranza dei fornitori, degli intermediari e delle associazioni di imprese di settore che hanno risposto all'invito a presentare contributi ha elencato i propri timori in merito al principio della chiusura automatica al raggiungimento del margine in base alla posizione. Per quanto concerne l'impatto sulle imprese, i punti principali sollevati sono i significativi costi di adeguamento informatico e di monitoraggio continuo previsti. Diverse imprese hanno inoltre evidenziato timori in merito ai clienti esistenti che sono abituati alla chiusura automatica in base al conto. Inoltre, i partecipanti hanno sottolineato che gli investitori che applicano specifiche strategie di negoziazione non saranno più in grado di utilizzarle in modo efficace, giacché le posizioni individuali potrebbero essere chiuse in un certo momento qualora i clienti non reintegrino i propri margini per la posizione specifica; ciò comporterebbe un'esposizione di mercato imprevedibile nelle posizioni rimanenti. Secondo alcuni partecipanti, un'altra possibile conseguenza negativa della chiusura automatica al raggiungimento del margine in base alla posizione è che a causa della chiusura delle posizioni ai clienti sarebbe chiesto di riaprirle, il che potrebbe portare a costi di negoziazione più elevati.
- (110) Timori analoghi in merito alle conseguenze negative per gli investitori della chiusura automatica al raggiungimento del margine in base alla posizione sono stati espressi nelle risposte di numerosi investitori privati. Le tesi più frequenti erano che applicare la norma alla posizione ostacolerebbe l'utilizzo di alcune strategie di negoziazione e costringerebbe gli investitori a sorvegliare continuamente la propria posizione poiché non potrebbero più fare affidamento su determinate coperture dei rischi che avevano approntato.
- (111) La maggior parte dei rappresentanti dei consumatori si è espressa a favore delle misure proposte o ha addirittura proposto misure notevolmente più restrittive relativamente ai CFD (come ad esempio il divieto totale di commercializzazione, distribuzione o vendita di questi strumenti finanziari ai clienti al dettaglio).
- (112) Inoltre, alcune imprese partecipanti alla consultazione si sono espresse a favore dell'applicazione della chiusura automatica al raggiungimento del margine sulla base della posizione, come da proposta nell'invito a presentare contributi. Le suddette imprese hanno riferito di applicare già tale approccio e di essere soddisfatte dei suoi risultati.
- (113) L'ESMA ha condotto un'analisi dei risultati attesi per gli investitori a seconda che il principio della chiusura automatica al raggiungimento del margine sia stato applicato in base alla posizione (un CFD sarà chiuso qualora il suo valore scenda al di sotto del 50 % del valore del margine iniziale) o in base al conto di negoziazione in CFD (un CFD sarà chiuso qualora il valore di tutti i CFD aperti connessi al conto di negoziazione, insieme a tutti i fondi in quel conto, scenda al di sotto del 50 % del valore del margine iniziale totale di tutti i CFD aperti). In particolare, l'ESMA ha valutato la frequenza della chiusura e l'impatto della concretizzazione delle perdite dei clienti per un portafoglio simulato di posizioni in CFD per ciascuno scenario. Quest'analisi non ha effettuato una stima precisa dei risultati numerici, alla luce della gamma estremamente ampia di diversi potenziali portafogli che un investitore potrebbe detenere. Piuttosto, l'analisi mirava a valutare quale dei due approcci potesse produrre in linea generale risultati migliori per gli investitori. La conclusione generale è che la questione se il miglior risultato per l'investitore provenga dalla chiusura automatica in base alla posizione o in base al conto dipende dalle variazioni di prezzo dei sottostanti dei CFD nei portafogli di investimento. La ragione di ciò è che in seguito a una chiusura che avvenga su una base ma non sull'altra, il prezzo del sottostante potrebbe salire o scendere.
- (114) In generale, è prevedibile che la chiusura in base alla posizione sia leggermente più frequente, a parità di portafoglio dell'investitore. Tuttavia, si prevede che la chiusura sarebbe rara in entrambi i casi, grazie alla protezione conferita dal margine iniziale. Per i clienti che hanno una sola posizione nel conto di negoziazione in CFD, non vi sarebbe alcuna differenza tra la chiusura in base al conto e quella in base alla posizione. Dalla consultazione è emerso che vi sono numerosi conti di negoziazione al dettaglio in CFD che includono una sola posizione.

- (115) Mentre ci si aspetta che la differenza dei risultati derivanti dalla chiusura in base alla posizione rispetto alla chiusura in base al conto sia piccola per molti investitori (sebbene non possa essere quantificata precisamente in assenza di un portafoglio rappresentativo), le risposte all'invito a presentare contributi hanno evidenziato ulteriori motivi per i quali la chiusura in base al conto può essere preferibile per alcuni investitori. In primo luogo, permettendo agli utili di una posizione di compensare le perdite di un'altra, la chiusura in base al conto permette di sostenere un portafoglio di investimenti diversificati. In secondo luogo, poiché la chiusura in base al conto è meno frequente, ne risulta ridotta l'esigenza per gli investitori di sostenere i costi di riapertura delle posizioni.
- (116) Alla luce dell'analisi di cui sopra e delle risposte alla consultazione, l'ESMA ritiene che una norma standardizzata di chiusura automatica al raggiungimento del margine in base al conto, fissata al 50 % della protezione tramite margine iniziale totale, quale singola misura da adottare insieme alle altre misure descritte nella presente decisione, costituisca la protezione minima più proporzionale. In particolare, detta norma dovrebbe prevedere la chiusura di uno o più CFD nei termini più favorevoli per il cliente al dettaglio, onde assicurare che il valore del suo conto non scenda al di sotto del 50 % della protezione complessiva tramite margine iniziale versata per entrare in qualsiasi momento in tutti i CFD attualmente aperti. Il valore del conto a tal fine dovrebbe essere determinato dai fondi presenti in detto conto insieme a eventuali utili netti non realizzati su CFD aperti connessi a quel conto.
- (117) La protezione di chiusura automatica al raggiungimento del margine proposta dall'ESMA non impedisce che un fornitore applichi un principio di chiusura in base alla posizione al 50 % del margine iniziale richiesto della specifica posizione piuttosto che un principio di chiusura in base al conto; infatti, tale scelta può ridurre la complessità per i clienti al dettaglio. Inoltre, applicando un principio di chiusura in base alla posizione al 50 %, il fornitore ottempera intrinsecamente al requisito di chiusura in base al conto poiché tutte le singole posizioni saranno chiuse conformemente al principio di chiusura al 50 %.

5.3 Protezione da saldo negativo

- (118) La protezione da saldo negativo mira a proteggere i clienti al dettaglio in circostanze eccezionali in cui si verifichi una variazione del prezzo del sottostante sufficientemente ampia e improvvisa da impedire al fornitore di CFD di chiudere la posizione a norma della protezione di chiusura automatica al raggiungimento del margine, portando il conto del cliente ad avere un saldo negativo. In altre parole, importanti eventi di mercato possono causare il *gapping*, annullando l'efficacia della protezione di chiusura automatica al raggiungimento del margine. Alcune ANC ⁽¹⁾ hanno osservato che, a seguito di tali avvenimenti, i clienti hanno maturato un debito notevolmente superiore al loro investimento, registrando un saldo negativo sul loro conto di negoziazione in CFD.
- (119) Lo scopo della protezione da saldo negativo è di assicurare che le perdite massime di un investitore dalla negoziazione in CFD, compresi tutti i relativi costi, siano limitate al totale dei fondi relativi alla negoziazione in CFD presenti nel conto di negoziazione in CFD dell'investitore. Quanto sopra dovrebbe includere eventuali somme ancora da versare in tale conto a titolo di utili netti della chiusura di CFD aperti collegati con il conto in questione. Un investitore non dovrebbe essere soggetto ad alcuna ulteriore passività connessa con la negoziazione in CFD. Altri conti non dovrebbero far parte del capitale a rischio dell'investitore. Nel caso in cui un conto di negoziazione comprenda anche altri strumenti finanziari (per esempio OICVM o azioni), saranno a rischio solamente i fondi dedicati alla negoziazione in CFD, e non quelli dedicati ad altri strumenti finanziari.
- (120) Lo scopo della protezione da saldo negativo è anche di fornire un meccanismo di sostegno nel caso di condizioni di mercato estreme. L'ESMA ha effettuato un'analisi sul caso del franco svizzero nel gennaio 2015 per valutarne l'impatto diretto sugli investitori attraverso vari scenari ⁽²⁾. Tali scenari erano i seguenti:
- i) la protezione contro l'eventuale saldo negativo di un conto di negoziazione in CFD detenuto da un cliente al dettaglio;
 - ii) la protezione contro l'eventuale saldo negativo di ciascuna posizione in CFD detenuta da un cliente al dettaglio;
 - iii) nessuna protezione da saldo negativo.

⁽¹⁾ Per esempio, DE-BaFin ha riferito che alcuni investitori hanno perso più di quanto investito a causa della decisione della Banca nazionale svizzera di far cessare l'aggancio del franco svizzero all'euro. Disponibile al seguente indirizzo: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Verfuegung/vf_170508_allgvgf_cfd_wa_en.html

⁽²⁾ Il «caso del franco svizzero» si riferisce all'improvviso apprezzamento del franco svizzero sull'euro, nell'ordine del 15 %, nella mattina del 15 gennaio 2015.

- (121) Per valutare queste opzioni, l'ESMA ha osservato che l'impatto diretto sugli investitori prodotto dalle diverse opzioni nel caso di eventi di mercato estremi va ponderato rispetto ai costi di fornitura di tale protezione. In particolare, i fornitori di CFD affronterebbero costi continuativi relativi al capitale aggiuntivo o alla copertura, che farebbero parte della loro gestione dei rischi. Una certa porzione di tali costi potrebbe a sua volta essere trasferita in capo agli investitori stessi, tramite un aumento del differenziale o di altri oneri.
- (122) D'altra parte, un rischio importante di forte danno ai consumatori che insorge in assenza di protezione da saldo negativo è la possibilità che un investitore si ritrovi in debito nei confronti di un'impresa a causa di condizioni di mercato estreme. Tale situazione è particolarmente svantaggiosa per gli investitori sprovvisti di un consistente patrimonio liquido⁽¹⁾. Pertanto, l'ESMA ha deciso di adottare la protezione da saldo negativo per i conti di negoziazione in CFD come modalità per ovviare a tale fonte di possibile forte danno che comporta minimi costi per le imprese e gli investitori. In particolare, l'ESMA ritiene che l'imposizione della protezione da saldo negativo per ciascun singolo CFD avrebbe rischiato di gravare di costi sproporzionati gli investitori e le imprese. Se la protezione da saldo negativo fosse introdotta per singola posizione, le imprese sarebbero tenute a condonare eventuali perdite del cliente superiori ai fondi dedicati a quella posizione, inclusi il margine iniziale e l'eventuale margine aggiuntivo versato dal cliente. Poiché la protezione da bilancio negativo per singola posizione non consentirebbe la compensazione di una perdita significativa con altre posizioni del portafoglio di un cliente, tale norma aumenterebbe il rischio di mercato assunto dalle imprese. Ciò richiederebbe probabilmente un aumento dei requisiti di capitale delle imprese, i cui costi sarebbero presumibilmente trasferiti sui clienti al dettaglio.
- (123) La maggioranza dei fornitori, degli intermediari e delle organizzazioni commerciali partecipanti alla consultazione si è espressa positivamente in merito alla proposta di protezione da saldo negativo. Alcuni fornitori hanno tuttavia chiesto ulteriori chiarimenti su questa norma. Le preoccupazioni manifestate riguardavano l'impatto delle misure sui requisiti di capitale per le imprese e la possibilità che i clienti potessero sfruttarle per speculare contro gli intermediari attraverso il ricorso a due posizioni opposte con lo stesso intermediario su conti diversi. Le organizzazioni di rappresentanza dei consumatori si sono espresse a favore delle misure proposte, ivi inclusa la protezione da saldo negativo. In generale, i privati cittadini che hanno risposto alla consultazione e che hanno menzionato specificamente la proposta sulla protezione da saldo negativo si sono espressi positivamente al riguardo.
- (124) L'ESMA ha considerato gli effetti sui fornitori di CFD della fornitura di protezione da saldo negativo così come il sostanziale danno nel quale i clienti al dettaglio potrebbero incorrere in assenza di tale protezione. L'ESMA ritiene che, in definitiva, la protezione da saldo negativo sulla base del conto è conforme alle preoccupazioni individuate sulla protezione dell'investitore ed è proporzionata.

5.4 Avvertenze sui rischi

- (125) Un'altra misura per affrontare i rischi per i clienti al dettaglio in relazione ai CFD consiste nell'imporre alle imprese di fornire avvertenze sui rischi standardizzate e specifiche per ciascuna impresa, ivi incluse informazioni sulla percentuale di perdite registrate sui conti dei rispettivi clienti al dettaglio. Come indicato in precedenza, numerose ANC hanno riscontrato una bassa qualità delle avvertenze sui rischi fornite ai clienti e hanno riferito che sovente i fornitori di CFD non illustrano con sufficiente chiarezza la natura altamente rischiosa e complessa dei prodotti. In particolare, le avvertenze sui rischi spesso non spiegano chiaramente la possibilità di rapide perdite che potrebbero essere superiori al capitale investito dai clienti, oppure tali messaggi risultano diluiti a causa delle modalità di presentazione delle avvertenze o delle asserzioni circa i potenziali profitti.
- (126) Nelle risposte alla consultazione, solo una minoranza dei fornitori e degli intermediari si è opposta all'introduzione di avvertenze standardizzate sui rischi. Alcune imprese hanno specificato di preferire l'indicazione della percentuale di perdita specifica per ciascuna impresa piuttosto che un'avvertenza più uniforme. Gli organismi di rappresentanza dei consumatori hanno fornito risposte discordanti: all'incirca metà si sono espressi a favore di misure più severe sui CFD (per esempio, il divieto totale). Le rappresentanze dei consumatori che hanno fatto riferimento esplicito all'avvertenza sui rischi si sono dette favorevoli a questa proposta, purché sia adottata insieme alle altre misure proposte.

⁽¹⁾ Il danno conseguente a una simile situazione è stato evidenziato dal crollo relativo al franco svizzero, allorché vari investitori si sono trovati inaspettatamente a debito di decine di migliaia di euro, senza essere in grado di pagare simili somme.

- (127) Le avvertenze sui rischi specifiche per ciascuna impresa introdotte nella presente decisione fornirebbero ai clienti al dettaglio informazioni essenziali in merito a questi particolari prodotti, in particolare sulla percentuale di conti al dettaglio aperti presso l'impresa che subiscono perdite dalla negoziazione in CFD. Uno studio ha riscontrato che la presenza di un'avvertenza standardizzata sui rischi aumenta in misura significativa la comprensione del prodotto da parte del cliente al dettaglio, in particolare per quanto riguarda la possibilità di perdere più capitale di quello investito e la probabilità di conseguire un utile ⁽¹⁾.
- (128) Il requisito per i fornitori di CFD di dichiarare la percentuale di clienti al dettaglio che risultano in perdita è inteso a compensare la tendenza dei fornitori di CFD a evidenziare maggiormente i profitti potenziali rispetto alle perdite.
- (129) Inoltre, le avvertenze dovrebbero aiutare i clienti al dettaglio a prendere una decisione informata sull'opportunità di investire in un prodotto ad alto rischio che ha più probabilità di produrre una perdita piuttosto che un guadagno.
- (130) Per avvertire gli investitori del rischio di perdite insito negli investimenti in CFD, l'ESMA ritiene che ciascun fornitore di tali strumenti dovrebbe informare i propri clienti della percentuale dei propri conti di negoziazione in CFD detenuti da clienti al dettaglio che ha perso denaro nel corso dell'ultimo periodo di 12 mesi. Per assicurare che il dato sia costantemente aggiornato, tale calcolo dovrebbe essere rifatto su base trimestrale. La percentuale riportata dovrebbe essere presentata in modo semplice e chiaro all'interno di un'avvertenza sul rischio in ogni comunicazione del fornitore.
- (131) Al fine di determinare se un conto abbia perso denaro, deve tenersi conto sia degli utili e delle perdite realizzati che di quelli non realizzati. Gli utili e le perdite realizzati sono quelli relativi alle posizioni in CFD che sono state chiuse durante il periodo di calcolo. Gli utili e le perdite non realizzati sono quelli relativi al valore delle posizioni aperte alla fine del periodo di calcolo. Al fine di avere una rappresentazione completa della percentuale di conti che hanno registrato un utile o una perdita, il calcolo dovrebbe includere tutti i costi relativi alla negoziazione in CFD.
- (132) Per i fornitori di CFD che abbiano intrapreso tale attività di recente e per quelli che non abbiano aperto alcuna posizione negli ultimi 12 mesi non è possibile calcolare tale percentuale relativamente al suddetto periodo. La presente decisione prescrive a queste imprese di fornire un'avvertenza standardizzata sui rischi che citi le percentuali rilevate dalle ANC nei propri studi.
- (133) Come già riferito, quasi tutti i fornitori che hanno risposto alla richiesta di contributi si sono espressi a favore o sono rimasti neutrali riguardo alla proposta di introduzione di un'avvertenza standardizzata sui rischi. I soggetti che hanno espresso un parere negativo al riguardo hanno posto in dubbio l'efficacia dell'avvertenza sui rischi oppure hanno dissentito dalle percentuali rilevate negli studi delle ANC. Molte imprese partecipanti alla consultazione hanno richiesto una versione sintetizzata dell'avvertenza sui rischi da usare il marketing digitale.
- (134) L'ESMA ha considerato la possibilità di richiedere un'avvertenza generica sui rischi che illustri solo il rischio che i clienti al dettaglio possano perdere denaro in breve tempo a causa della leva finanziaria dei CFD o un'avvertenza sui rischi più specifica basata sulle perdite medie dei clienti al dettaglio riportate negli studi delle ANC. La prima opzione è stata scartata poiché non attirava efficacemente l'attenzione dei clienti al dettaglio sui rischi effettivi specifici della negoziazione in CFD. La seconda opzione è stata scartata perché tali studi non riflettono eventuali specificità (per esempio il fatto che un'impresa offra solo determinati tipi di CFD). Sebbene fornire i dati specifici relativi alla propria impresa possa essere più oneroso per i fornitori rispetto a una generica avvertenza sui rischi, l'ESMA ritiene, in linea con i contributi ricevuti nel corso della consultazione, che tale modalità sia necessaria per avvertire adeguatamente gli investitori del rischio di perdite.
- (135) Tuttavia, l'ESMA e le ANC sono anche consapevoli del rischio che la comunicazione delle percentuali di perdita specifiche dell'impresa sia utilizzata a fini di marketing piuttosto che per la finalità originaria di fornire un'avvertenza sui rischi. Al riguardo, le ANC dovrebbero controllare che le imprese di investimento non utilizzino le percentuali specifiche per l'impresa in modo inappropriato e verificare l'applicazione di questa misura.

⁽¹⁾ In particolare, prima di ricevere le avvertenze standardizzate sui rischi, il 66 % dei partecipanti allo studio ha correttamente dichiarato che i CFD sono più rischiosi dell'investimento in conti di risparmio, titoli e fondi indicizzati, il 50 % era consapevole della possibilità di perdere più capitale di quello investito in CFD e il 54 % era consapevole del fatto che la maggior parte dei clienti perde denaro investendo in questi prodotti. Dopo l'esposizione alle avvertenze standardizzate sui rischi pubblicate sulla pagina web dell'impresa, lo studio ha appurato che il 90 % dei partecipanti descriveva con accuratezza il profilo di rischio dei CFD (cioè comprendeva che tali strumenti sono più rischiosi dell'investimento nelle altre attività sopracitate). Per quanto riguarda i clienti che prima ritenevano erroneamente che tutti gli investitori realizzassero un guadagno, la percentuale degli stessi che a seguito dell'informativa standardizzata ha risposto correttamente (che la maggior parte degli investitori perde denaro) è salita al 91,5 %. Quanto sopra indica che le avvertenze standardizzate sui rischi, ivi inclusa l'informativa sul rendimento dei conti dei clienti, possono aumentare in modo significativo la comprensione del prodotto da parte del cliente. Da Mullett, T.L. & Stewart, N. (2017) *The effect of risk warning content for contract for difference products. Working Paper*. Questo studio è stato finanziato da un assegno pubblico di ricerca ma è stato condotto in collaborazione con la UK-FCA.

- (136) In linea con i contributi ricevuti, l'ESMA ritiene che un approccio più proporzionato sia di adattare l'avvertenza sui rischi al tipo di canale di comunicazione utilizzato. Per questa ragione, viene prescritta nella presente decisione un'avvertenza sui rischi abbreviata per le comunicazioni attraverso un supporto non durevole, quali le applicazioni per dispositivi mobili o i post sui social media.

5.5 La proibizione di benefici monetari e non

- (137) Un'ultima misura per affrontare i rischi relativi alla distribuzione di CFD ai clienti al dettaglio è il divieto di benefici monetari (per esempio i cosiddetti «bonus sulla negoziazione») e di alcuni tipi di benefici non monetari. Le promozioni finanziarie che offrono bonus o altri incentivi alla negoziazione di CFD spesso distraggono i clienti al dettaglio dalla natura altamente rischiosa di questi prodotti, attirando quelli che in assenza dei suddetti incentivi potrebbero non scegliere di effettuare tali investimenti. I benefici proposti sono spesso subordinati alla necessità che i clienti effettuino depositi sul conto o eseguano un certo volume di operazioni.
- (138) La proibizione dell'ESMA dell'offerta di benefici non riguarda tuttavia gli strumenti di informazione e ricerca forniti ai clienti al dettaglio e relativi ai CFD (esclusi i benefici non monetari) in quanto tali strumenti supportano il processo decisionale dei clienti.
- (139) La maggior parte delle risposte dei fornitori, delle associazioni di settore e degli intermediari è risultata a favore delle misure relative alle modalità di incentivazione della clientela. Anche le rappresentanze dei consumatori che hanno fatto esplicito riferimento a tali misure si sono espresse positivamente. Considerati i rischi per i clienti al dettaglio connessi con questi benefici, l'ESMA ritiene necessario e proporzionato limitarne l'uso.

5.6 Proporzionalità complessiva

- (140) L'ESMA ha esaurito in questo campo l'efficacia dei propri strumenti non vincolanti. Al riguardo, in particolare per quanto concerne la governance dei prodotti, l'ESMA riconosce inoltre che i principi elaborati in materia fanno già parte integrante della cultura della vigilanza sui servizi finanziari nell'Unione europea. Nel novembre del 2013, le autorità europee di vigilanza («AEV») hanno adottato una posizione comune sulle «procedure adottate dai produttori in materia di governance e controllo del prodotto» che stabilisce principi di alto livello applicabili ai processi di controllo e di governance degli strumenti finanziari ⁽¹⁾. Nel febbraio 2014, l'ESMA ha adottato un'opinione sulle «MiFID practices for firms selling complex products» [Pratiche MiFID per le imprese che vendono prodotti finanziari complessi] ⁽²⁾ e, nel marzo 2014, un'opinione sui «Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements» [Prodotti al dettaglio strutturati: buone prassi per dispositivi di governance dei prodotti] ⁽³⁾. Inoltre, dal marzo 2007, nel Regno Unito è in vigore un orientamento che stabilisce i principi di governance dei prodotti ⁽⁴⁾.
- (141) Nonostante i suddetti principi di vigilanza e i requisiti regolamentari descritti nella presente decisione, negli ultimi anni si è assistito all'estendersi dei danni associati alla commercializzazione, alla distribuzione o alla vendita di CFD ai clienti al dettaglio.
- (142) La misura complessiva dell'ESMA è necessaria e proporzionata a fronteggiare il significativo timore individuato in merito alla protezione degli investitori. In generale, si prevede che essa riduca le perdite anomale e significative subite dai clienti al dettaglio sui CFD e aumenti al contempo la consapevolezza dei clienti al dettaglio circa i rischi connessi a tali prodotti. I benefici ottenuti dall'affrontare le preoccupazioni relative alla protezione degli investitori nei modi individuati sono superiori alle potenziali conseguenze per i fornitori di CFD, ivi inclusi i costi di attuazione legati all'osservanza dei predetti requisiti, e alla potenziale riduzione delle entrate per i fornitori di CFD (a causa dei minori volumi delle negoziazioni, delle minori spese di transazione complessive pagate dai clienti e delle minori perdite da parte dei clienti).
- (143) Inoltre, la presente decisione dell'ESMA si applica a decorrere dai due mesi successivi alla sua pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea (GUUE). Ciò implica un periodo di preavviso di due mesi dalla pubblicazione ufficiale al fine di bilanciare l'interesse dei clienti a un'immediata riduzione degli svantaggi derivanti dalle attuali negoziazioni di CFD con l'esigenza di dare sufficiente tempo ai partecipanti al mercato interessati dalla decisione di organizzare e modificare i propri modelli d'impresa in maniera ordinata.

⁽¹⁾ Joint Position on «Manufacturers' Product Oversight and Governance Processes» (JC-2013-77).

⁽²⁾ Parere sulle «MiFID practices for firms selling complex products» [Pratiche ai sensi della MiFID per le imprese che vendono prodotti finanziari complessi] (ESMA/2014/146). Questo parere include specificamente riferimenti ai CFD e alle opzioni binarie.

⁽³⁾ Parere sui «Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements» [Prodotti al dettaglio strutturati: buone prassi per dispositivi di governance dei prodotti] (ESMA/2014/332).

⁽⁴⁾ «The Responsibilities of Providers and Distributors for the Fair Treatment of Customers» https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/RPPD_FCA_20130401.pdf. La guida è collegata al Principles for Businesses britannico (PRIN) https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/document/rppd/RPPD_Full_20180103.pdf.

- (144) La presente decisione detta requisiti comuni, ulteriori a quelli già esistenti, che mirano a fornire il necessario livello minimo di protezione ai clienti al dettaglio in tutta l'Unione europea. Essa non impedisce alle ANC o ai fornitori di CFD di assicurare un livello di protezione degli investitori superiore, per esempio tramite l'applicazione di requisiti di margini iniziali più elevati.

6. LE MISURE NON CREANO UN RISCHIO DI ARBITRAGGIO NORMATIVO [ARTICOLO 40, PARAGRAFO 3, LETTERA b), DEL REGOLAMENTO (UE) N. 600/2014]

- (145) Alla luce della natura dei rischi identificati, del numero e del tipo di investitori interessati e delle misure nazionali proposte da una serie di Stati membri, la misura dell'ESMA garantirà un approccio minimo comune in tutta l'Unione. L'ESMA ha inoltre considerato il rischio che i fornitori che offrono attualmente CFD possano cercare di offrire prodotti con caratteristiche simili quali contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» e contratti a termine sui tassi d'interesse. I partecipanti alla consultazione hanno confermato l'esistenza di somiglianze fra i CFD e questi prodotti. Pertanto, sebbene i dati esaminati dall'ESMA riguardino principalmente la negoziazione in CFD, la suddetta autorità europea e le ANC veglieranno attentamente per identificare eventuali nuove tendenze di distribuzione che comportino conseguenze negative simili per i clienti al dettaglio e per individuare eventuali azioni in tal senso da parte dei fornitori di CFD volte a eludere le presenti misure di intervento e prenderanno le iniziative del caso.
- (146) Inoltre, le misure di intervento temporanee dell'ESMA si applicheranno a tutti i fornitori di CFD e a eventuali altri soggetti che consapevolmente e intenzionalmente concorrano alla violazione delle misure che ricadono nell'ambito di applicazione del regolamento (UE) n. 600/2014. Sebbene l'ambito dei soggetti che rientrano nel campo di applicazione dell'articolo 40 del suddetto regolamento per quanto concerne le società di gestione dei fondi debba in ultima analisi essere fissata a livello normativo per migliorare la certezza del diritto⁽¹⁾, l'ESMA ha considerato il rischio di arbitraggio normativo. L'Autorità ha concluso che, alla luce dello svantaggio degli investitori sopra evidenziato, le misure proposte hanno un ambito di applicazione sufficientemente ampio e sono quindi in grado di fronteggiare il timore significativo in merito alla protezione degli investitori sollevato dalla commercializzazione, distribuzione o vendita di CFD.

7. CONSULTAZIONE E COMUNICAZIONE [ARTICOLO 40, PARAGRAFO 3, LETTERA c) E PARAGRAFO 4, DEL REGOLAMENTO (UE) N. 600/2014]

- (147) Poiché le misure proposte possono, in misura limitata, riguardare derivati su merci agricole, l'ESMA ha consultato gli enti pubblici competenti per la vigilanza, gestione e regolamentazione dei mercati agricoli fisici ai sensi del regolamento (CE) n. 1234/2007 del Consiglio⁽²⁾. L'ESMA ha ricevuto risposte dal *Bundesministerium für Ernährung und Landwirtschaft* ossia il ministero per la protezione dell'alimentazione e l'agricoltura (Germania), il ministero dell'Agricoltura (Lettonia) e il ministero dell'Agricoltura e delle Foreste (Finlandia). I suddetti organi non hanno sollevato alcuna obiezione all'adozione delle misure proposte.
- (148) L'ESMA ha notificato alle ANC la presente proposta di decisione.

HA ADOTTATO LA PRESENTE DECISIONE:

Articolo 1

Definizioni

Ai fini della presente decisione si applicano le definizioni in appresso:

- a) «contratto per differenze» o «CFD» significa un derivato diverso da un contratto di opzione, contratto finanziario a termine standardizzato («future»), «swap» o contratto a termine sui tassi d'interesse, il cui scopo è di attribuire al detentore un'esposizione, positiva o negativa, alle variazioni del prezzo, del livello o del valore di un sottostante, indipendentemente dal fatto che la negoziazione avvenga o meno in una sede di negoziazione, e la cui esecuzione debba avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o possa avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti (invece che in caso di inadempimento o di altro evento che determini la risoluzione del contratto);

⁽¹⁾ L'ESMA ha evidenziato il rischio di arbitraggio normativo nel parere intitolato «*Impact of the exclusion of fund management companies from the scope of the MiFIR Intervention Powers*» [Impatto dell'esclusione delle società di gestione dall'ambito dei poteri di intervento ai sensi del MiFIR] del 12 gennaio 2017 (ESMA50-1215332076-23), in cui ha espresso timori in merito al rischio di arbitraggio normativo e alla potenziale riduzione dell'efficacia delle future misure di intervento derivanti dall'esclusione di taluni soggetti dall'ambito di applicazione delle misure pertinenti (le società di gestione degli OICVM e i gestori di fondi di investimento alternativi). La Commissione ha proposto talune modifiche volte a rafforzare la certezza giuridica a tal proposito, tramite la modifica del regolamento (UE) n. 600/2014 (COM (2017) 536/948972).

⁽²⁾ Regolamento (CE) n. 1234/2007 del Consiglio, del 22 ottobre 2007, recante organizzazione comune dei mercati agricoli e disposizioni specifiche per taluni prodotti agricoli (regolamento unico OCM) (GUL 299 del 16.11.2007, pag. 1).

- b) «*benefici non monetari esclusi*» significa qualsiasi beneficio non monetario diverso da strumenti di informazione e di ricerca riferiti ai CFD;
- c) «*marginale iniziale*» significa qualsiasi pagamento effettuato al fine di concludere un CFD, a esclusione delle commissioni, delle spese di transazione e di ogni altro costo connesso;
- d) «*protezione tramite margine iniziale*» significa il *marginale iniziale* così come definito nell'allegato I;
- e) «*protezione di chiusura al raggiungimento del margine*» significa la chiusura di uno o più CFD aperti di clienti al dettaglio ai termini più favorevoli per il cliente ai sensi degli articoli 24 e 27 della direttiva 2014/65/UE quando la somma dei fondi presenti nel conto di negoziazione in CFD e degli utili netti non realizzati di tutti i CFD aperti collegati a tale conto scende a meno della metà della *protezione tramite margine iniziale* totale per tutti i predetti CFD aperti;
- f) «*protezione da saldo negativo*» significa il limite delle passività totali di un cliente al dettaglio per tutti i CFD collegati a un conto di negoziazione in CFD con un fornitore di tali strumenti, relative ai fondi presenti in detto conto di negoziazione.

Articolo 2

Limitazione temporanea dei CFD relativa ai clienti al dettaglio

La commercializzazione, distribuzione o vendita ai clienti al dettaglio sono limitate dalla presente decisione alle circostanze laddove tutte le condizioni elencate di seguito siano soddisfatte:

- a) il fornitore di CFD imponga al cliente al dettaglio di pagare la *protezione tramite margine iniziale*;
- b) il fornitore di CFD fornisca al cliente al dettaglio la *protezione di chiusura al raggiungimento del margine*;
- c) il fornitore di CFD fornisca al cliente al dettaglio la *protezione da saldo negativo*;
- d) il fornitore di CFD non corrisponda al cliente al dettaglio direttamente o indirettamente un pagamento monetario o un *beneficio non monetario escluso* in relazione alla commercializzazione, alla distribuzione o alla vendita di un CFD, ad eccezione di profitti realizzati su qualsiasi dei CFD forniti;
- e) il fornitore di CFD non trasmetta direttamente o indirettamente una comunicazione a un cliente al dettaglio, ovvero pubblici informazioni accessibili allo stesso relativamente alla commercializzazione, alla distribuzione o alla vendita di un CFD senza che tale comunicazione o informazione includa un'adeguata avvertenza sui rischi così come specificato nell'allegato II e in conformità alle condizioni ivi contenute.

Articolo 3

Divieto di partecipazione ad attività elusive

È proibito partecipare, consapevolmente e intenzionalmente, ad attività aventi l'obiettivo o l'effetto di eludere i requisiti di cui all'articolo 2; ciò include il divieto di agire in qualità di sostituto del fornitore di CFD.

Articolo 4

Entrata in vigore e applicazione

La presente decisione entra in vigore il giorno successivo alla sua pubblicazione nella *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*.

Essa si applica a decorrere dal 1° agosto 2018 per un periodo di tre mesi.

Fatto a Parigi, il 22 maggio 2018

Per il consiglio delle autorità di vigilanza

Steven MAIJOOR

Il presidente

ALLEGATO I

PERCENTUALI DI MARGINE INIZIALE IN BASE ALLA TIPOLOGIA DI SOTTOSTANTE

- a) il 3,33 % del valore nozionale del *CFD* laddove la coppia valutaria sottostante sia composta da due qualsiasi delle seguenti valute: dollaro USA, euro, yen giapponese, lira sterlina, dollaro canadese o franco svizzero;
 - b) il 5 % del valore nozionale del *CFD* quando l'indice, la coppia valutaria o la merce sottostante sia:
 - i) uno qualsiasi dei seguenti indici azionari: Financial Times Stock Exchange 100 (FTSE 100); Cotation Assistée en Continu 40 (CAC 40); Deutsche Bourse AG German Stock Index 30 (DAX30); Dow Jones Industrial Average (DJIA); Standard & Poors 500 (S&P 500); NASDAQ Composite Index (NASDAQ), NASDAQ 100 Index (NASDAQ 100); Nikkei Index (Nikkei 225); Standard & Poors / Australian Securities Exchange 200 (ASX 200); EURO STOXX 50 Index (EURO STOXX 50);
 - ii) una coppia valutaria composta da almeno una valuta non elencata al precedente punto (a); oppure
 - iii) oro;
 - c) il 10 % del valore nozionale del *CFD* quando il sottostante indice relativo a merci o azioni sia diverso da quelli elencati al punto (b) che precede;
 - d) il 50 % del valore nozionale del *CFD* quando il sottostante sia una criptovaluta; oppure
 - e) il 20 % del valore nozionale del *CFD* quando il sottostante sia:
 - i) un'azione; oppure
 - ii) non altrimenti elencato in questo allegato.
-

ALLEGATO II

AVVERTENZE SUI RISCHI

SEZIONE A

Condizioni per le avvertenze sui rischi

1. Le avvertenze sui rischi devono avere una disposizione grafica che ne assicuri la visibilità, con caratteri di dimensione almeno pari a quella predominante e nella stessa lingua utilizzata nella comunicazione o nelle informazioni pubblicate.
2. Qualora la comunicazione o le informazioni pubblicate siano su supporto durevole o su una pagina web, le avvertenze sui rischi devono essere presentate nel formato specificato nella sezione B.
3. Qualora la comunicazione o le informazioni siano fornite su un mezzo diverso da un supporto durevole o da una pagina web, le avvertenze sui rischi devono essere fornite nel formato specificato nella sezione C.
4. Le avvertenze sui rischi devono includere il dato aggiornato della percentuale di perdite specifica per il singolo fornitore, basato sul calcolo della percentuale di conti di negoziazione in CFD forniti a clienti al dettaglio dal fornitore di CFD che hanno subito perdite monetarie. Il calcolo deve essere effettuato ogni tre mesi e deve essere relativo ai 12 mesi precedenti alla data di effettuazione («periodo di calcolo di 12 mesi»). Ai fini del calcolo:
 - a) un conto individuale di cliente al dettaglio in CFD è considerato in perdita qualora la somma di tutti gli utili netti realizzati e non realizzati sui CFD collegati con il conto di negoziazione in CFD durante il periodo di calcolo di 12 mesi sia negativa;
 - b) gli eventuali costi relativi ai CFD collegati con il conto di negoziazione in CFD dovrà essere incluso nel calcolo, ivi compresi tutti gli oneri, spese e commissioni;
 - c) i seguenti elementi sono esclusi dal calcolo:
 - i) eventuali conti di negoziazione in CFD che non abbiano un CFD aperto a essi associato durante il periodo di calcolo;
 - ii) eventuali profitti o perdite da prodotti diversi dai CFD collegati al conto di negoziazione in CFD;
 - iii) eventuali depositi o prelievi di fondi dal conto di negoziazione in CFD;
5. in deroga ai paragrafi da 2 a 4, qualora nel periodo di calcolo costituito dagli ultimi 12 mesi un fornitore non abbia fornito un CFD aperto collegato con un conto di negoziazione in CFD di un cliente al dettaglio, tale fornitore di CFD dovrà utilizzare le avvertenze standardizzate sui rischi specificate nelle sezioni D ed E, come opportuno.

SEZIONE B

Avvertenza sui rischi specifica relativa al fornitore, su supporti durevoli e pagine web

I CFD sono strumenti complessi e presentano un rischio significativo di perdere denaro rapidamente a causa della leva finanziaria.

[inserire la percentuale relativa al singolo fornitore] % di conti di investitori al dettaglio che perdono denaro a causa delle negoziazioni in CFD con questo fornitore.

Valuti se comprende il funzionamento dei CFD e se può permettersi di correre questo alto rischio di perdere il Suo denaro.

SEZIONE C

Avvertenza sui rischi specifica relative al fornitore abbreviata

[inserire la percentuale relativa al singolo fornitore] % di conti di investitori al dettaglio che perdono denaro a causa delle negoziazioni in CFD con questo fornitore.

Valuti se può permettersi di correre questo alto rischio di perdere il Suo denaro.

SEZIONE D

Avvertenza sui rischi standard per supporti durevoli e pagine web

I CFD sono strumenti complessi e presentano un rischio significativo di perdere denaro rapidamente a causa della leva finanziaria.

Il 74-89 % dei conti degli investitori al dettaglio subisce perdite monetarie in seguito a negoziazione in CFD.

Valuti se comprende il funzionamento dei CFD e se può permettersi di correre questo alto rischio di perdere il Suo denaro.

SEZIONE E

Avviso standard abbreviato relativo ai rischi

Il 74-89 % dei conti degli investitori al dettaglio subisce perdite monetarie dovute a negoziazione in CFD.

Valuti se può permettersi di correre questo alto rischio di perdere il Suo denaro.