

## DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE

### SULLA DISTRIBUZIONE DI PRODOTTI COMPLESSI AI CLIENTI *RETAIL*

Le osservazioni al documento di consultazione dovranno pervenire entro il **30 giugno 2014** *on-line* per il tramite del [SIPE – Sistema Integrato Per l’Esterno](#),

oppure al seguente indirizzo:

**C O N S O B**  
**Divisione Intermediari**  
**Via Broletto, n. 7**  
**20121 MILANO**

**I commenti pervenuti saranno resi pubblici al termine della consultazione, salvo espressa richiesta di non divulgarli. Il generico avvertimento di confidenzialità del contenuto della e-mail, in calce alla stessa, non sarà considerato una richiesta di non divulgare i commenti inviati.**

#### PREMESSA

La distribuzione di prodotti finanziari connotati da profili di complessità rappresenta un’area di particolare attenzione per la vigilanza dei sistemi finanziari.

Nel corso degli ultimi anni i mercati hanno registrato la progressiva estensione alla clientela al dettaglio (c.d. *retail*) di prodotti di investimento prima, di fatto, riservati a clienti istituzionali o professionali (processo c.d. di “*retailisation*”).

Livelli di complessità elevata nell’offerta di prodotti finanziari accrescono le difficoltà di comprensione delle caratteristiche e dei rischi derivanti dalle operazioni finanziarie poste in essere e, in quanto tali, sono idonei a pregiudicare la capacità dei risparmiatori di assumere consapevoli decisioni di investimento.

L’investimento in prodotti complessi richiede necessariamente anche una capacità di monitoraggio nel tempo e di “gestione”, attività queste che spesso si dimostrano eccessivamente impegnative, scarsamente praticabili e comunque problematiche per gli investitori al dettaglio.

Questi fattori si traducono in un aumento del rischio di incorrere inconsapevolmente in significative perdite, indebolendo la fiducia degli investitori nel corretto funzionamento dei mercati finanziari.

L’obiettivo di salvaguardia e di valorizzazione della funzione tipica del risparmio, inteso come forma di impiego di una quota del reddito nazionale in investimenti da destinare all’economia reale, richiede scelte efficienti da parte degli investitori meno

sofisticati da realizzare anche attraverso la semplificazione della gamma prodotti che gli intermediari offrono sul mercato.

Recenti studi hanno mostrato<sup>1</sup> come la complessità dei prodotti finanziari distribuiti in Europa non sempre è funzionale agli effettivi e specifici bisogni degli investitori al dettaglio cui sono diretti, ma piuttosto è volta a generare una maggiore profittabilità per gli emittenti e per i distributori (tipicamente intermediari finanziari) in virtù della riduzione del costo del *funding* e/o dell'aumento dei margini di contribuzione per gli elevati costi impliciti a carico degli investitori medesimi.

L'ingegneria finanziaria può fornire risposte a specifiche esigenze, consentendo l'accesso a classi d'attività finanziarie, segmenti del mercato finanziario e strategie d'investimento prima non disponibili agli investitori non professionali.

Tuttavia, il gap esistente tra la complessità (alta) della struttura dei prodotti finanziari offerti e la cultura finanziaria (bassa) della clientela *retail* merita la massima attenzione delle Autorità di vigilanza dei mercati finanziari per finalità di protezione degli investitori e di salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario.

In presenza di asimmetrie informative i clienti *retail* non riescono a selezionare la qualità dei prodotti d'investimento offerti: essi non sono in grado di distinguere "buoni" o "cattivi" prodotti finanziari poiché usano criteri decisionali semplici e sono disorientati dalla complessità delle strutture.

Gli obblighi di trasparenza hanno quindi limitati effetti nel mitigare le asimmetrie informative tra gli intermediari finanziari e i loro clienti.

D'altra parte, le regole di correttezza imposte dalla disciplina di settore nella fase di distribuzione dei prodotti (le c.d. *selling rules*) sono talvolta risultate non sufficienti a prevenire eventi dannosi per gli investitori. In alcuni casi, esse non sono implementate in modo robusto ed efficace dagli intermediari, anche a causa della presenza di sistemi d'incentivazione del personale o di *inducement* (incentivi esterni) che creano distorsioni nel comportamento strategico e organizzativo degli intermediari stessi (con anteposizione dei propri interessi); in altre situazioni, gli intermediari non sono risultati attrezzati per trattare prodotti ad alta complessità.

In tale contesto il regolatore (comunitario) ha quindi ritenuto di disciplinare il processo di *business* anche nelle fasi antecedenti, ossia quelle di *design* e sviluppo dei prodotti.

In chiave prospettica, con l'entrata in vigore della c.d. Mifid 2 gli intermediari, anche se solo "produttori" (i c.d. *manufacturers*), saranno chiamati ad adottare esplicite (e rigorose) misure di *product governance*, a definire chiare strategie commerciali e di *business* in coerenza con i bisogni e le caratteristiche degli investitori che intendono servire.

Al contempo, le Autorità nazionali competenti (in coordinamento con l'ESMA) saranno dotate di specifici poteri di *product intervention*, orientati a proibire ovvero

---

<sup>1</sup> Cfr. ad esempio Economic Report n. 1 del 2013 dell'ESMA recante "*Retailisation in the EU*".

limitare la diffusione di strumenti finanziari (e depositi strutturati) e attività commerciali pregiudizievoli per la tutela degli investitori, per l'ordinato funzionamento e l'integrità dei mercati, per la stabilità dell'intero sistema finanziario o di una sua parte.

Al fine di innalzare i livelli di tutela sostanziale per i risparmiatori, l'Autorità europea di vigilanza sui mercati finanziari (ESMA) ha richiamato, in due recenti documenti (che hanno la veste di *Opinion*)<sup>2</sup>, l'attenzione delle Autorità nazionali sulle misure che gli intermediari devono adottare nel processo di disegno (c.d. ingegnerizzazione) e di distribuzione di prodotti finanziari complessi.

Il primo documento, denominato "*MiFID practices for firms selling complex products*" e pubblicato il 7 febbraio 2014, evidenzia le specifiche cautele ed i rafforzati presidi organizzativi, anche di controllo interno, che gli intermediari distributori devono prevedere per assicurare, nel concreto, la cura dell'interesse della clientela nella distribuzione di prodotti complessi. Sono fornite chiare indicazioni alle Autorità nazionali competenti di verificare che gli intermediari si astengano dal distribuire prodotti finanziari che, per particolari caratteristiche di complessità, non possono mai soddisfare gli interessi della clientela (punto 14 della citata *Opinion*).

Il secondo documento "*Good practices for product governance arrangements*" - pubblicato in data 27 marzo 2014 - illustra le attività logico-operative che gli intermediari (siano essi "produttori" o anche distributori) dovrebbero compiere nelle fasi di ideazione dei prodotti strutturati e di commercializzazione degli stessi per agire nel miglior interesse degli investitori potenziali (il c.d. *target market*) ed evitare prassi pregiudizievoli.

Sia nella fase di disegno di un prodotto finanziario sia nella fase di commercializzazione è richiesto agli intermediari di tenere in adeguata considerazione i bisogni e le caratteristiche socio-economiche dei propri clienti.

\* \* \*

La presente consultazione, che si pone in linea evolutiva con gli orientamenti contenuti nella Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 su "Il dovere dell'intermediario di comportarsi con correttezza e trasparenza in sede di distribuzione di prodotti finanziari illiquidi"<sup>3</sup>, è rivolta a tutti gli attori del mercato (intermediari, cittadini, associazioni industriali e associazioni dei consumatori e chiunque abbia interesse formulare osservazioni e commenti) e ha l'obiettivo di acquisire ogni elemento utile per la messa a punto finale dell'iniziativa di indirizzo dell'Autorità di vigilanza.

---

<sup>2</sup> Cfr. *Opinion* in materia di *sales practices* di prodotti complessi e *Opinion* in materia di *good practices* per la *product governance* dei prodotti strutturati.

<sup>3</sup> L'illiquidità è stata infatti una caratteristica (segnalatica) importante delle strutture finanziarie complesse, molto diffuse nel mercato professionale all'ingrosso prima del 2007, la cui difficoltà di valutazione e di misurazione dei rischi è stata alla base del dilagare della crisi nel 2007-2008. La liquidabilità è a tutt'oggi elemento costitutivo della complessità anche secondo i criteri della nuova MiFID.

## LE OPINION DELL'ESMA

Alla luce delle indicazioni fornite dall'ESMA<sup>4</sup>, nelle more dell'entrata in vigore della nuova MiFID, e in relazione alle specificità della struttura del mercato finanziario domestico e dell'attuale incertezza della situazione economica internazionale, la Consob intende pienamente conformarsi alle indicazioni dell'ESMA, in linea di continuità con gli approcci di vigilanza maturati in ambito nazionale<sup>5</sup>, ed esercitare – attraverso l'emananda Comunicazione - un concreto indirizzo sulla loro effettiva implementazione da parte degli intermediari abilitati.

Al fine di fornire una cornice operativa all'iniziativa che la Consob intende adottare, si ritiene utile preliminarmente riepilogare gli elementi sistematici della nozione di "complessità" di un prodotto finanziario, estrapolati dalla lettura congiunta dei suddetti documenti ESMA nonché dalla disciplina MiFID:

- (1) presenza di elementi opzionali (relativi ad uno o più fattori di rischio), condizioni e/o meccanismi di amplificazione dell'andamento del sottostante (effetto leva) nella formula di determinazione del *pay-off* del prodotto finanziario (componenti derivative incorporate o *embedded*), e/o
- (2) limitata osservabilità del sottostante (ad es. indici proprietari, portafogli di crediti cartolarizzati, *asset* non scambiati in mercati trasparenti) con conseguente difficoltà di valorizzazione dello strumento, e/o
- (3) illiquidità (ad es. strumento non negoziato su alcuna *trading venue*) o difficoltà di liquidabilità dell'investimento (ad es. assenza di controparti istituzionali di mercato, alti costi di smobilizzo, barriere all'uscita).<sup>6</sup>

Ciò posto, la CONSOB intende richiedere agli intermediari che prestano servizi d'investimento e svolgono attività di cui all'art. 25-*bis* del TUF di considerare debitamente nelle loro *policy* aziendali gli orientamenti contenuti nelle due citate *Opinion* dell'ESMA, rispettivamente in materia di distribuzione di prodotti complessi e in materia di *product governance* dei prodotti strutturati diretti al *retail*.

A tal riguardo, gli intermediari dovranno prestare particolare cura alla delimitazione del perimetro dell'offerta di prodotti finanziari in coerenza con le caratteristiche del proprio *target* di clientela e individuare *ex-ante* prodotti che, per caratteristiche intrinseche, non si prestano alla realizzazione delle esigenze di investimento di determinate categorie di clienti.

---

<sup>4</sup> Opinion su complessi e Linee guida in tema di valutazione dell'adeguatezza pubblicate dall'ESMA nel luglio 2012.

<sup>5</sup> La centralità dei profili legati alla coerenza tra i processi di ideazione e distribuzione dei prodotti e gli interessi della clientela *target* ha in larga parte permeato l'azione di vigilanza della Consob sin dal recepimento nell'ordinamento nazionale della disciplina MiFID (ottobre 2007) e rappresenta uno degli obiettivi prioritari dell'attività di vigilanza indicati nel Piano Strategico d'Istituto 2013-2015 (cfr. [http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/piano\\_strategico/index.html](http://www.consob.it/main/consob/pubblicazioni/piano_strategico/index.html)).

<sup>6</sup> In tale prospettiva, la negoziazione in trading venues può risultare una modalità di contenimento dei fattori di complessità rappresentati dalla limitata osservabilità del sottostante o dall'illiquidità del prodotto.

La Consob intende anche raccomandare agli intermediari di predisporre misure per presidiare e contenere il rischio di concentrazione con riguardo anche ai prodotti complessi, e in particolare agli investimenti in prodotti finanziari subordinati TIER 2 (come definiti dagli artt. 62 e 63 della CRR), in relazione alla dimensione del patrimonio dello specifico cliente al dettaglio e alle sue caratteristiche ed obiettivi.

Si intende raccomandare che venga posta particolare attenzione sul piano dell'informativa alla clientela in relazione all'evidenziazione dei costi impliciti nel prodotto e del *fair value*.

Agli intermediari si intende inoltre raccomandare di fornire una rappresentazione del rischio di credito del prodotto complesso, utilizzando, ove ritenuti significativi, parametri quali il livello assunto dal credit spread dell'emittente su titoli di debito con scadenze analoghe a quella del prodotto, il *rating* assegnato al medesimo (o, in mancanza, al suo emittente) da agenzie specializzate, le quotazioni dei *Credit Default Swaps* relativi all'emittente. Il rischio di mercato potrà essere espresso per mezzo di indicatori del valore a rischio (volatilità, VAR, CVAR, etc.).

Le metodologie applicate per la determinazione delle richiamate informazioni dovranno essere coerenti con i criteri e i modelli impiegati dagli intermediari a "fini interni" per la valutazione dei prodotti finanziari nel portafoglio di proprietà, per la redazione del bilancio o per finalità di gestione del rischio, nonché per le analisi eventualmente compiute in fase di costruzione della gamma dei prodotti da emettere od offrire alla clientela.

Quanto al rischio di liquidità, si dovranno seguire le indicazioni fornite dalla Comunicazione Consob n. 9019104 del 2 marzo 2009 e dalle relative Linee-guida delle associazioni industriali di riferimento validate dalla Consob.

## LE ULTERIORI MISURE

Ciò posto in via generale con riguardo ai prodotti connotati da profili di complessità, la Consob intende inoltre raccomandare agli intermediari di astenersi dal distribuire direttamente a clienti al dettaglio le seguenti tipologie di prodotti finanziari (cfr. elenco 1), nelle quali sono ravvisabili caratteristiche di complessità molto elevata<sup>7</sup> e di scarsa intellegibilità delle connotazioni strutturali che possono pregiudicarne l'idoneità a soddisfare gli interessi e indurre ad assumere notevoli rischi in modo inconsapevole<sup>8</sup>:

---

<sup>7</sup> Tali prodotti sono in genere disegnati fin dall'origine per le esigenze specifiche di clientela professionale.

<sup>8</sup> Tra struttura finanziaria e rischiosità di un prodotto non sussiste una corrispondenza biunivoca: è possibile riscontrare sul mercato prodotti complessi caratterizzati da livelli di rischiosità contenuti e prodotti semplici con rischiosità elevate; tuttavia, si ritiene che la comprensibilità della struttura finanziaria di un prodotto finanziario possa rappresentare il presupposto per la comprensibilità del rischio d'investimento sotteso da parte di un investitore al dettaglio e delimitare il fenomeno di acquisti non consapevoli.

ELENCO PRODOTTI FINANZIARI 1
✓ prodotti finanziari derivanti da operazioni di cartolarizzazione di crediti o di altre attività (ad esempio <i>Asset Backed Securities</i> )
✓ prodotti finanziari per i quali, al verificarsi di determinate condizioni o su iniziativa dell'emittente, sia prevista la conversione in azioni o la decurtazione del valore nominale (ad es. <i>contingent convertible notes</i> , prodotti finanziari qualificabili come <i>additional tier 1</i> ai sensi dell'art 52 della CRR) <sup>9</sup>
✓ prodotti finanziari <i>credit linked</i> (esposti ad un rischio di credito di soggetti terzi)
✓ prodotti finanziari, ad esclusione degli OICR, con leva maggiore di 2 <sup>10</sup>
✓ prodotti finanziari, ad esclusione degli OICR, incorporanti quattro o più componenti derivative
✓ strumenti finanziari derivati di cui all'art. 1, comma 2, lettere da d) a j) del TUF, non negoziati in <i>trading venues</i> , con finalità diverse da quella di copertura <sup>11</sup>

La Consob intende inoltre raccomandare agli intermediari di distribuire a clientela al dettaglio le tipologie di prodotti indicate nell'elenco 2, che presentano connotazioni

<sup>9</sup> In tale categoria non rientrano le obbligazioni convertibili ad iniziativa del portatore.

<sup>10</sup> La soglia è da intendersi in valore assoluto.

<sup>11</sup> Con riguardo alla copertura si farà riferimento a quanto previsto dalla Comunicazione 9019104/2009 che secondo cui "nel caso di contratti derivati OTC espressamente distribuiti con finalità di copertura, gli intermediari si doteranno di procedure idonee a valutare l'adeguatezza dell'operazione raccomandata con riguardo alle reali necessità di hedging dei clienti ed a suggerire prodotti idonei sotto il profilo dell'efficacia e dell'efficienza, tenuto anche conto del costo delle opportunità alternative. Dopo la conclusione del contratto, le procedure aziendali dovranno consentire di monitorare nel tempo, per tutta la durata dell'operazione, e sulla base dell'aggiornamento delle informazioni fornite dal cliente o comunque disponibili, l'evoluzione delle posizioni coperte e di copertura. In tal modo l'intermediario sarà nelle condizioni di poter segnalare al cliente l'eventuale disallineamento della struttura ideata rispetto alle finalità che hanno condotto all'impostazione originaria dell'operazione.

strutturali di elevata complessità<sup>12</sup>, in presenza delle condizioni nel prosieguo riportate:

ELENCO PRODOTTI FINANZIARI 2 <sup>13</sup>
✓ prodotti finanziari, ad esclusione degli OICR, incorporanti tre componenti derivative
✓ prodotti finanziari con <i>pay-off</i> legati ad indici che non rispettano gli Orientamenti ESMA del 18 dicembre 2012 relativi agli ETF
✓ strumenti finanziari derivati di cui all'art. 1, comma 2, lettere da d) a j) del TUF (diversi da quelli non negoziati in <i>trading venues</i> con finalità diverse da quelle di copertura, di cui all'elenco 1)
✓ UCITS "strutturati" come definiti dall'art. 36 del Regolamento UE n. 583/2010 <sup>14</sup>
✓ obbligazioni perpetue
✓ prodotti finanziari, ad esclusione degli UCITS, con leva maggiore di 1 <sup>15</sup>
✓ fondi comuni d'investimento c.d. <i>alternative</i> (non UCITS) che investono in crediti e/o in operazioni di cartolarizzazione, o in titoli di società in crisi

<sup>12</sup> Tali prodotti finanziari richiedono specifiche competenze e un approccio particolarmente qualificato nella relazione con il cliente realizzabile solo attraverso lo svolgimento di servizi ad elevato valore aggiunto.

<sup>13</sup> Rientrano nell'elenco anche quelle operazioni su strumenti finanziari per le quali l'intermediario presta al cliente il servizio accessorio di cui all'art. 1 comma 6 lett. c) del TUF ("la concessione di finanziamenti agli investitori per consentire loro di effettuare un'operazione relativa a strumenti finanziari, nella quale interviene il soggetto che concede il finanziamento").

<sup>14</sup> Secondo la menzionata previsione, per "structured UCITS" devono intendersi gli UCITS "che forniscono agli investitori, a certe date prestabilite, rendimenti (*pay-off*) basati su un algoritmo e legati al rendimento, all'evoluzione del prezzo o ad altre condizioni di attività finanziarie, indici o portafogli di riferimento, o OICVM con caratteristiche simili".

<sup>15</sup> Come per l'elenco 1, la soglia è da intendersi in valore assoluto. Sono comunque inclusi i prodotti che consentono di assumere posizioni "corte" anche se a replica perfetta.

La Consob intende raccomandare agli intermediari di distribuire i prodotti di cui all'elenco 2 nell'ambito di un servizio di consulenza c.d. evoluta svolto con le seguenti modalità:

- valutazione di adeguatezza di portafoglio, con controllo della concentrazione e con considerazione separata delle diverse caratteristiche dei prodotti e dei connessi rischi e delle diverse caratteristiche dei clienti (c.d. valutazione multivariata);
- adeguatezza "bloccante";
- monitoraggio periodico dell'adeguatezza del portafoglio con conseguente informativa/interazione con il cliente;
- ampia gamma di prodotti, anche di terzi, oggetto di consulenza;
- rilascio di informativa scritta sulle motivazioni di ogni raccomandazione di investimento fornita al cliente.

Le ulteriori misure raccomandate nel presente paragrafo verrebbero applicate alla prestazione di servizi e attività di investimento, nonché allo svolgimento delle attività di cui all'art. 25-*bis*, all'art. 33, comma 2, lettera f) del TUF e all'art. 76-*bis* del Regolamento Consob 16190/2007.

Le raccomandazioni non si applicherebbero:

- alla prestazione del servizio di gestione di portafoglio;
- alla prestazione del servizio di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione;
- alla prestazione del servizio di esecuzione di ordini sulla base di un contratto fra l'intermediario e il cliente che consenta la trasmissione elettronica di ordini di negoziazione ad una determinata *trading venue* utilizzando l'infrastruttura e l'identificativo dell'intermediario stesso;
- all'attività di gestione collettiva del risparmio.

## LE INIZIATIVE ASSUNTE DAGLI INTERMEDIARI

La Consob intende richiedere agli intermediari di essere informata attraverso la documentazione periodica prevista dalla Delibera n. 17297/2010, in merito all'approccio seguito sui temi trattati nel presente documento. In proposito si intenderebbe concedere agli operatori un termine di 4 mesi dalla definizione della Comunicazione per trasmettere l'informativa.

In particolare agli intermediari sarà richiesto d'illustrare gli schemi operativi che intendono adottare con riguardo alle materie trattate nelle due *Opinion* dell'ESMA nonché le decisioni assunte in relazione alle raccomandazioni sulla limitazione della distribuzione dei prodotti complessi che saranno esplicitamente menzionate nella Comunicazione che verrà emanata, anche alla luce delle proprie strategie e politiche commerciali in ragione dell'interesse del *target* di clientela servito.

I successivi aggiornamenti di tali informazioni sarebbero resi secondo le tempistiche indicate nella citata Delibera n. 17297/2010.

La Consob intende valorizzare le informazioni trasmesse dagli intermediari nell'ambito della propria azione di vigilanza, improntata a principi *risk-based*.

Gli intermediari dovrebbero rendere pubbliche sui propri siti Internet le modalità di adesione alle raccomandazioni che saranno disposte dalla Consob.

La Consob si riserva la facoltà di pubblicare sul proprio sito Internet gli indirizzi dei siti Internet degli intermediari presso i quali saranno reperibili le richiamate informazioni.

## **Domande**

- 1. Ritenete che la nozione di complessità adottata nel presente documento contenga tutti gli elementi utili all'identificazione di prodotti non idonei alla distribuzione diretta a clientela retail?**
- 2. Condividete l'approccio in base al quale il grado di complessità di un prodotto possa essere misurato anche in base al numero di componenti derivative che ne caratterizzano l'ingegneria finanziaria?**
- 3. E' opportuna e realizzabile in maniera sufficientemente precisa una differenziazione delle "componenti derivative" contenute nei prodotti, in ragione del diverso grado di complessità delle stesse?**
- 4. Ritenete opportuna l'inclusione negli elenchi anche dei prodotti "gestiti" quali polizze assicurative e/o OICR (questi ultimi ove non già specificamente previsti)?**
- 5. Ritenete che possano esistere altre o ulteriori caratteristiche utili a qualificare il servizio di consulenza a più alto valore aggiunto (c.d. "evoluto")?**
- 6. Ritenete che esistano altre modalità distributive che possano essere escluse dall'ambito di applicazione degli indirizzi sopra ipotizzati per i prodotti compresi negli elenchi 1 e 2?**
- 7. Ritenete possibile identificare categorie di clientela al dettaglio - secondo criteri oggettivi (per es., consistenze patrimoniali, competenze specifiche...) - per le quali non siano necessarie inibizioni o particolari cautele nella distribuzione di prodotti complessi?**
- 8. Esistono ulteriori forme di pubblicità che ritenete opportuno vengano date alle scelte di policy adottate da ogni intermediario sugli indirizzi contenuti nella Comunicazione che verrà adottata dalla Consob?**

***9. La pubblicità da parte degli intermediari sulle modalità di adesione può costituire un incentivo alla riduzione della complessità della gamma prodotti?***

***10. Ritenete di formulare ulteriori osservazioni su altri aspetti del presente documento?***