



Delibera n. 20976

Limitazioni alla commercializzazione, alla distribuzione e alla vendita, in Italia o dall'Italia, di Contratti per Differenza ai clienti al dettaglio ai sensi dell'art. 42 del regolamento (UE) n. 600 del 15 maggio 2014

LA COMMISSIONE NAZIONALE PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

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 (di seguito: MIFIR), e in particolare l'articolo 42;

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, e in particolare l'articolo 21;

VISTO il decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e successive modificazioni, recante il Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (di seguito: TUF) e in particolare l'articolo 7-bis;

SENTITA la Banca d'Italia, ai sensi dell'articolo 7-bis, comma 6, del TUF, e preso atto delle valutazioni dalla stessa espresse;

CONSIDERATO quanto segue:

1. Premessa

Nel corso degli ultimi anni si è registrato un crescente aumento dell'offerta in Italia di contratti per differenza (CFD) ad investitori al dettaglio principalmente da parte di intermediari comunitari, in particolar modo in regime di libera prestazione di servizi. Tali prodotti sono intrinsecamente rischiosi, complessi e speculativi e possono comportare per l'investitore perdite anche superiori all'intero capitale investito.

Si è osservato che l'offerta di CFD agli investitori al dettaglio è sempre più caratterizzata da tecniche di vendita aggressive e dalla mancanza di informazioni trasparenti; ciò non consente agli investitori al dettaglio di comprendere i rischi dei prodotti in questione.

La Consob ha pubblicato, nel febbraio 2017, un avviso a tutela degli investitori per evidenziare in particolar modo la circostanza che i CFD – ed altri prodotti simili – sono, così come espressamente riconosciuto anche dall'ESMA, prodotti intrinsecamente molto rischiosi e complessi e, in quanto tali, non considerati adatti alla maggior parte della clientela al dettaglio.

Ciò nonostante si è registrato un costante aumento del numero di esposti da parte di investitori al dettaglio che hanno lamentato di aver subito perdite di denaro anche significative in relazione all'attività di negoziazione su CFD. La Consob, pertanto, ritiene sussistano timori significativi per la protezione degli investitori.

Analoghi timori hanno indotto l’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (di seguito anche solo: ESMA) ad adottare, ai sensi dell’art. 40 MIFIR con la collaborazione della Consob e delle altre autorità nazionali competenti, il 22 maggio 2018¹ per tre mesi con effetto dal 1° agosto 2018, una misura d’intervento volta a limitare l’offerta di CFD agli investitori al dettaglio nell’Unione. L’ESMA, valutata la persistenza di un timore significativo per la tutela degli investitori, ha rinnovato detta misura tre volte². I rinnovi in parola da parte dell’ESMA si sono basati anche sui risultati di indagini dalla stessa condotte in collaborazione con le autorità nazionali competenti, al fine di valutare l’impatto di detta misura d’intervento. Dalle indagini in questione, è emersa, a livello europeo, una riduzione del numero dei conti dei clienti al dettaglio, del volume di negoziazioni e del capitale totale investito dai clienti al dettaglio conseguenti all’entrata in vigore delle limitazioni dell’ESMA.

Analoghe evidenze sono emerse dall’analisi effettuata dalla Consob sulla base dei dati alla stessa forniti dalle autorità nazionali competenti del paese di origine delle imprese comunitarie maggiormente operative in Italia tra cui, particolarmente, quelle cipriote e inglesi. Al riguardo è risultata, infatti, una riduzione dell’operatività in CFD da parte dei clienti italiani al dettaglio delle imprese in parola in termini di volumi negoziati, del numero di operazioni e dell’ammontare delle perdite e dei profitti realizzati.

Tenuto conto che le misure d’intervento dell’ESMA hanno natura temporanea (massimo tre mesi) e non sono rinnovabili illimitatamente, ritenuto che in caso di mancato ulteriore rinnovo da parte dell’ESMA della propria misura adottata il 22 maggio 2018 i CFD potrebbero essere offerti nuovamente (in Italia) ai clienti al dettaglio senza l’applicazione di misure adeguate per la loro protezione dai rischi connessi ai prodotti in questione e che, quindi, persisterebbero timori significativi per la protezione degli investitori al dettaglio derivanti dall’operatività su CFD, la Consob ritiene necessario, attraverso l’adozione di una propria misura d’intervento ai sensi dell’art. 42 MIFIR, limitare in via permanente la commercializzazione, la distribuzione e la vendita – in Italia o dall’Italia - di tali prodotti agli investitori al dettaglio.

2. Ambito di applicazione delle misure della Consob

La presente delibera ha ad oggetto i 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 delibera non riguarda i contratti finanziari a termine standardizzati (“future”), “swap” e contratti a termine sui tassi d’interesse. Parimenti la presente delibera non riguarda i warrant ed i certificati turbo.

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 siano emessi rientrano nell’ambito di applicazione della presente delibera.

3. L’esistenza di un timore significativo in merito alla protezione degli investitori (articolo 42, paragrafo 2, lettera a) del MIFIR)

La condizione di cui all’articolo 42, paragrafo 2, lettera a), del MIFIR è l’esistenza, *inter alia*, di un

¹ Decisione ESMA (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 (GU L 136 dell’1.6.2018, pag. 50).

² Cfr., da ultimo, Decisione ESMA (UE) 2019/679 del 17 aprile 2019.

timore significativo in merito alla protezione degli investitori. Al fine di determinare l'esistenza di tale timore, la Consob ha valutato la pertinenza dei criteri e dei fattori di cui all'articolo 21, paragrafo 2, del regolamento delegato (UE) n. 2017/567 della Commissione. Dopo aver preso in considerazione i criteri e i fattori pertinenti, la Consob ha concluso che tale timore significativo è presente per i motivi di seguito elencati.

3.1 Il grado di complessità e la trasparenza dei CFD

I CFD sono prodotti complessi³, 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, gli intermediari 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 sul 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.

Le strutture dei costi e degli oneri applicabili alla negoziazione in CFD sono complesse 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 dell'operazione; 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 una posizione in un CFD il cliente può sostenere una perdita significativa nel proprio conto di negoziazione causata dall'applicazione di spese elevate. Poiché le spese di transazione con una leva finanziaria più elevata erodono maggiormente il margine iniziale del cliente, questi deve conseguire un utile superiore dall'operazione 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.

Oltre alle spese di transazione possono essere applicati anche differenziali e diversi altri costi e oneri finanziari 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.

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

³ 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 MIFID 2 e dall'articolo 57 del regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione, del 25 aprile 2016, che integra la direttiva MIFID 2 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).

cliente. Conseguentemente, il prezzo ricevuto dal cliente (prezzo di esecuzione) può essere differente dal prezzo al quale è stato fissato lo *stop-loss*⁴. 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.

Un'altra complessità rilevante associata ai CFD può essere causata dal relativo mercato sottostante. Ad esempio, con la negoziazione di valute (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 al riguardo un grado adeguato di conoscenza.

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. Le autorità di regolamentazione, tra cui l'ESMA, hanno emesso numerose avvertenze in merito 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, rischi accentuati dall'investimento con marginazione, che richiede una reazione molto rapida da parte dei clienti.

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 ai CFD.

3.2 Le caratteristiche o componenti particolari dei CFD

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. 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.

La leva incide sul rendimento di un investimento aumentando l'impatto delle spese di transazione sostenute dai clienti al dettaglio.

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, gli intermediari 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 versare per aprire una o più posizioni in CFD.

⁴ Cfr. anche articolo 21, paragrafo 2, lettera d), del regolamento delegato (UE) 2017/567 della Commissione e, in particolare, il penultimo 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.

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 consentire di mantenere aperte le proprie posizioni in CFD in quanto rende tali posizioni sensibili a lievi variazioni di prezzo del sottostante a svantaggio dello stesso cliente.

Nella prassi di mercato, la chiusura automatica al raggiungimento del margine sembra essere stata introdotta dagli intermediari fornitori di CFD principalmente per permettere loro di gestire più facilmente le esposizioni del cliente e il loro rischio di credito, 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.

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, il cliente può incorrere in perdite superiori all'ammontare dei fondi presenti nel suo conto di negoziazione in CFD anche successivamente alla chiusura di tutte le altre sue posizioni aperte in CFD.

Negoziare a livelli di leva finanziaria elevati aumenta anche l'impatto del "gapping" nelle fasi di forte volatilità dei mercati (come avvenuto con il crollo improvviso della sterlina e con l'abbandono del cambio fisso del franco svizzero rispetto all'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 una posizione in CFD al prezzo desiderato; ciò può comportare perdite significative per il cliente qualora negozi a livelli di leva finanziaria elevati.

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 operare in CFD.

I suddetti fattori confermano l'esistenza di timori significativi in merito alla protezione degli investitori rispetto ai CFD.

3.3 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

Il numero dei clienti attivi che sottoscrive CFD è altamente variabile, a causa della durata utile relativamente breve dei conti dei clienti in tali prodotti e della natura transfrontaliera delle attività. Sulla base dei dati raccolti da numerose autorità nazionali competenti, l'ESMA ha stimato che il

numero dei conti di negoziazione di clienti al dettaglio presso gli intermediari fornitori di CFD e opzioni binarie con sede nel SEE, pari a circa 1,5 milioni nel 2015, è aumentato a circa 2,2 milioni nel 2017⁵.

L'offerta in Italia di CFD a clienti al dettaglio proviene in misura prevalente da imprese di investimento e banche autorizzate in altri Stati UE che operano *cross-border* (specialmente in regime di libera prestazione di servizi) e soltanto in via residuale da imprese e banche di diritto italiano.

La Consob ha ricevuto nel corso degli ultimi anni numerosi esposti di clienti al dettaglio in relazione all'operatività degli stessi in CFD con intermediari comunitari che operano in Italia in via transfrontaliera in particolare in regime di libera prestazione di servizi. Il numero degli esposti aventi ad oggetto i prodotti in questione è stato pari a n. 349 tra il 2015 ed il 2016, a n. 95 nel 2017 e a n. 89 nel 2018. In generale i clienti lamentano di aver subito perdite rilevanti di denaro. Una verifica svolta nel 2016 dalla Consob nei confronti di un intermediario comunitario con succursale in Italia ha evidenziato che, nel periodo 2014-2015, il 78% dei clienti al dettaglio italiani di tale intermediario ha subito perdite dall'investimento in CFD; parimenti ha subito perdite il 75% dei clienti che hanno investito nel medesimo periodo in *rolling spot forex* (registrando una perdita media di 2.800,00 euro). È stata inoltre rilevata una correlazione positiva tra il numero di negoziazioni effettuate dai clienti al dettaglio e l'importo delle perdite subite. Una successiva indagine svolta dalla Consob nel marzo 2017 su cinque succursali italiane di imprese d'investimento autorizzate in altri Stati membri attive in CFD ha evidenziato che, nel 2016, i clienti al dettaglio che hanno realizzato perdite erano pari all'83% con una perdita media per cliente di circa 7.000,00 euro. La persistenza dei livelli delle perdite per i clienti al dettaglio in CFD indica una caratteristica strutturale del profilo di rendimento che contrasta con rendimenti storici positivi degli investimenti in altri prodotti finanziari a lungo termine.

Dopo l'adozione delle proprie misure l'ESMA ha ricevuto segnalazioni da parte delle autorità nazionali competenti che evidenziano una globale riduzione complessiva del numero dei conti dei clienti al dettaglio in CFD, del volume di negoziazioni e del patrimonio netto dei clienti nel corso dei tre mesi che vanno da agosto ad ottobre 2018 rispetto al medesimo periodo del 2017⁶. La quota dei conti dei clienti al dettaglio redditizi, leggermente diminuita nel mese di agosto 2018 rispetto al 2017, è rimasta in linea di massima stabile. Le autorità nazionali competenti hanno inoltre segnalato che i costi medi sostenuti dai clienti per la negoziazione di CFD, che sembrano essere meno dipendenti dalle condizioni di mercato rispetto ai risultati complessivi dei clienti, sono stati significativamente inferiori nel trimestre relativo al 2018 rispetto a quello relativo al 2017. I costi medi relativi ai conti al dettaglio attivi che contengono CFD su criptovalute sono diminuiti in maniera sproporzionata rispetto ad altri conti, sebbene tali conti abbiano continuato a comportare costi più elevati rispetto ai conti non esposti alle criptovalute. Infine, le autorità nazionali competenti hanno segnalato una costante riduzione del numero di chiusure automatiche delle posizioni, del numero di volte in cui i conti hanno registrato un patrimonio netto negativo e dell'ammontare del patrimonio negativo.

La Consob ha rilevato, dopo l'adozione delle proprie misure da parte dell'ESMA, una diminuzione del numero degli esposti dei clienti al dettaglio che, come sopra evidenziato, sono passati da n. 349 nel 2015/2016 a n. 89 nel 2018, di cui n. 40 pervenuti dopo l'adozione delle citate misure; dall'inizio del 2019 al 16 aprile gli esposti pervenuti sono n. 26. Parimenti, dal confronto dei dati sull'operatività in CFD dei clienti al dettaglio delle imprese maggiormente operative in Italia relativi ai periodi agosto-ottobre 2017 ed agosto-ottobre 2018, la Consob ha osservato una riduzione non solo dei

⁵ Cfr. Decisione ESMA (UE) 2018/796 paragrafo 2.3.

⁶ Cfr. Decisione ESMA (UE) 2019/155 paragrafo 6.

volumi negoziati (circa -68%) e del numero delle operazioni (circa -40%), ma anche e soprattutto dell'ammontare delle perdite (circa -46%).

Dall'adozione della decisione ESMA (UE) 2018/796, non sono emersi elementi di prova in contraddizione con quanto precedentemente rilevato riguardo a un timore significativo in merito alla protezione degli investitori.

3.4 Tipologia di clienti coinvolti

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.

Date le comprovate e persistenti perdite subite dai clienti al dettaglio è evidente la sussistenza di un timore significativo in merito alla protezione degli investitori relativamente alla commercializzazione, alla distribuzione o alla vendita priva di restrizioni di CFD a clienti al dettaglio.

3.5 Attività di commercializzazione e distribuzione relative ai CFD

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 appropriatezza a norma dell'articolo 25, paragrafo 3, della MIFID II. Tuttavia, tale valutazione non impedisce che gli intermediari fornitori di CFD o i loro clienti o potenziali clienti procedano all'esecuzione dell'operazione, previo semplice avviso al 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.

Sono state altresì osservate modalità commerciali aggressive e prassi di comunicazioni commerciali ingannevoli da parte di alcuni intermediari fornitori di CFD. Il fatto che la vita media del conto di un cliente è spesso relativamente breve comporta l'esigenza per gli intermediari fornitori di CFD 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 agli interessi dei clienti al dettaglio.

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).

I bonus ed altri vantaggi di negoziazione possono servire a distrarre l'investitore dall'elevata rischiosità del 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.

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 all'intermediario 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.

Dal tenore degli esposti ricevuti dalla Consob ad opera di clienti italiani operativi in CFD è emerso che i termini e le condizioni applicati alle offerte promozionali sono sovente ingannevoli e che numerosi clienti si sono dichiarati non a conoscenza delle condizioni di accesso ai benefici/bonus offerti. Diversi clienti hanno lamentato di aver avuto difficoltà a prelevare i fondi una volta accettato di utilizzare tali bonus offerti dall'intermediario.

I modelli di distribuzione osservati in questo settore di mercato comportano specifici conflitti di interesse la cui probabilità è aumentata dall'esigenza specialmente di attrarre continuamente nuovi clienti. I conflitti di interesse nascono, o possono nascere, dal fatto che alcuni intermediari 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 intermediari 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 gli operatori 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). Gli stessi operatori 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 prassi di commercializzazione e distribuzione associate ai CFD, sopra descritte, confermano l'esistenza di un serio timore in merito alla protezione degli investitori rispetto ai CFD.

4. 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 42, paragrafo 2, lettera b), del MIFIR)

Come previsto dall'articolo 42, paragrafo 2, lettera b), del MIFIR, la Consob 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. La Consob ha ravvisato che i requisiti normativi vigenti applicabili sono quelli contenuti nella MIFID II e nel regolamento (UE) n. 1286/2014 (PRIIPs)⁷. In particolare, essi includono: (i) il requisito di fornire ai clienti informazioni adeguate di cui all'articolo 24, paragrafi 3 e 4, MIFID II; (ii) i requisiti di adeguatezza o appropriatezza di cui all'articolo 25, paragrafi 2 e 3, MIFID II; (iii) i requisiti di esecuzione alle condizioni migliori di cui all'articolo 27 MIFID II; (iv) gli obblighi di *governance* dei prodotti di cui all'articolo 16, paragrafo 3, e all'articolo 24, paragrafo 2, MIFID II e (v) gli obblighi di comunicazione di cui agli articoli da 5 a 14 del regolamento PRIIPs.

Al riguardo, si osserva che la portata e il contenuto di vari requisiti normativi applicabili ai sensi della MIFID II e del regolamento MIFIR sono simili a quelli già fissati nella direttiva 2004/39/CE (MIFID I). Sebbene l'adozione della MIFID II e del regolamento MIFIR 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 delibera.

⁷ 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, GU L 352 del 9.12.2014, pag. 1.

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.

In particolare, l'articolo 24, paragrafo 3, della direttiva MIFID II 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 MIFID II 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.

Il regolamento PRIIPs 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 («i 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 PRIIPs, come ulteriormente attuato dal regolamento delegato (UE) 2017/653 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. Le avvertenze sui rischi introdotte dalla presente deliberazione 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.

Anche i requisiti di adeguatezza sono stati rafforzati nella direttiva 2014/65/UE, la quale ridefinisce la valutazione dell'adeguatezza prevedendo che al cliente sia fornita una specifica relazione. 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 adeguatezza 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.

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 (MIFID I) e, come evidenziato nella presente delibera, non sono stati sufficienti per evitare il danno agli investitori.

Analogamente, la valutazione di appropriatezza è stata rafforzata dalla MIFID II principalmente attraverso la limitazione dell'elenco dei prodotti non complessi che ha comportato la riduzione della portata dei prodotti per servizi di mera esecuzione. L'articolo 25, paragrafo 3, della MIFID II dispone che gli intermediari 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, l'intermediario lo avverte di tale situazione. I CFD vanno classificati come prodotti finanziari complessi e pertanto sono soggetti alla verifica di appropriatezza di cui all'articolo 25, paragrafo 3, della MIFID II.

Tuttavia, tale verifica era già prevista dalla MIFID I che disponeva sostanzialmente la medesima verifica di appropriatezza disposta dalla MIFID II. Come evidenziato nella presente delibera e come risulta dalla esperienza di vigilanza la verifica di appropriatezza non è stata sufficiente a far fronte al timore in merito alla protezione degli investitori operativi in CFD. Pertanto, è improbabile che le verifiche di adeguatezza e appropriatezza in parola effettuate ai sensi della normativa vigente 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.

Per quanto concerne l'esecuzione alle condizioni migliori, la maggior parte delle norme in materia erano già presenti nella MIFID I e sono state rafforzate dalla MIFID II. In particolare, l'articolo 27 della MIFID II 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. 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 dei CFD ai clienti al dettaglio.

In relazione ai suddetti requisiti normativi vigenti sostanzialmente analoghi, l'ESMA ha ripetutamente osservato i rischi sopra descritti nelle proprie “*Questions and Answers (Q&As)*” e nel parere sulle “*MiFID practices for firms selling complex products*” [Pratiche ai sensi della MiFID che le imprese di investimento devono osservare nella vendita agli investitori di prodotti finanziari complessi]. La Consob ritiene che, nonostante gli strumenti non vincolanti a disposizione per assicurare un'applicazione uniforme ed efficace dei requisiti normativi vigenti, i timori in merito alla protezione degli investitori persistano. In particolare, si evidenzia che i suddetti requisiti non fanno fronte ai timori esistenti per le motivazioni descritte nella presente sezione.

Le norme di *governance* dei prodotti di cui all'articolo 16, paragrafo 3, e all'articolo 24, paragrafo 2, della MIFID II impongono che gli operatori 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; che gli operatori 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. Gli intermediari 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. Inoltre, gli intermediari 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 gli intermediari che distribuiscono strumenti finanziari realizzati da operatori non soggetti agli obblighi di *governance* dei prodotti di cui alla MIFID II o da operatori di paesi terzi devono disporre di meccanismi adeguati per ottenere informazioni sufficienti sugli strumenti finanziari in questione.

Sebbene i requisiti di *governance* dei prodotti di cui alla MIFID II 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, gli stessi non fanno fronte ai rischi principali descritti in precedenza in relazione 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.

Nonostante l'esistenza dei suddetti requisiti normativi, i dati di fatto dimostrano che i clienti al dettaglio hanno subito perdite monetarie nell'operare in CFD in assenza di specifiche limitazioni. Pertanto, la presente misura è necessaria per far fronte alla minaccia esistente.

5. La misura della Consob fronteggia un timore significativo in merito alla protezione degli investitori identificato (articolo 42, paragrafo 2, lettera a) del MIFIR)

Alla luce della dimensione e della natura del timore significativo individuato in merito alla protezione degli investitori, la Consob ritiene necessario e proporzionato imporre specifiche misure in via permanente alla commercializzazione, alla distribuzione o alla vendita in Italia o dall'Italia di CFD ai clienti al dettaglio laddove siano soddisfatte determinate condizioni.

Tali misure fronteggiano adeguatamente il timore significativo identificato in merito alla protezione degli investitori, garantendo un livello appropriato e uniforme di protezione minima ai clienti al dettaglio che negoziano in CFD.

I principali benefici collegati alle misure e limitazioni in parola 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;

- ii. il ripristino della fiducia degli investitori nei mercati finanziari anche nei confronti degli intermediari attivi in questo settore che possono aver subito un danno di reputazione a causa di problemi con gli investitori.

La Consob ritiene che le possibili conseguenze finanziarie e i possibili costi a cui gli operatori dovranno far fronte nell'attuazione delle misure d'intervento di cui alla presente delibera siano già emersi in conseguenza dell'attuazione delle misure restrittive temporanee adottate dall'ESMA sui CFD.

5.1 Protezione tramite margine iniziale

La Consob ritiene necessario imporre una limitazione alla commercializzazione, alla distribuzione e alla vendita di CFD in Italia o dall'Italia ai clienti al dettaglio applicando alcuni determinati limiti di leva finanziaria a seconda della natura del sottostante.

L'introduzione di tali limiti di leva finanziaria proteggerà i clienti imponendo loro di versare un margine iniziale minimo al fine di aprire una posizione in 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.

L'imposizione di un margine iniziale minimo è idonea a far 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 operare in questi prodotti.

Sempre a questo riguardo, ci si attende che la protezione tramite margine iniziale diminuisca la probabilità che gli intermediari fornitori di CFD puntino a clienti al dettaglio di massa mediante conti di dimensioni più limitate, dotati di un indice di leva finanziaria maggiore. La protezione tramite margine iniziale proposta contribuirà a garantire che gli intermediari 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.

La protezione tramite margine iniziale contribuirà inoltre ad affrontare il rischio di potenziali conflitti di interesse, in particolare ove gli intermediari non forniscano copertura delle negoziazioni in CFD 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.

5.2 Protezione di chiusura automatica al raggiungimento del margine

Ulteriore 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 somme significative, superiori a quelle che avrebbero investito in un CFD in circostanze di mercato normali.

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 finalizzate anche a fronteggiare l'applicazione non uniforme delle prassi di chiusura automatica al raggiungimento del margine da parte dei fornitori di CFD.

Al riguardo, anche alla luce delle analisi svolte dall'ESMA, si 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 delibera, 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.

La protezione di chiusura automatica al raggiungimento del margine non impedisce che un intermediario applichi un criterio di chiusura in base alla posizione al 50% del margine iniziale richiesto dalla specifica posizione piuttosto che un criterio di chiusura in base al conto; infatti, tale scelta può ridurre la complessità per i clienti al dettaglio. Inoltre, applicando un criterio di chiusura in base alla posizione al 50%, l'intermediario fornitore ottempera intrinsecamente al requisito di chiusura in base al conto poiché tutte le singole posizioni saranno chiuse conformemente al criterio di chiusura al 50%.

L'introduzione della chiusura automatica al raggiungimento del 50% del margine iniziale richiesto attenua il rischio di perdita sostanziale da parte dei clienti al dettaglio ed è proporzionata.

5.3 Protezione da saldo negativo

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 come richiesto della protezione di chiusura automatica al raggiungimento del margine, portando così 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.

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 UCITS o azioni), saranno a rischio solamente i fondi dedicati alla negoziazione in CFD, e non quelli dedicati ad altri strumenti finanziari.

Lo scopo della protezione da saldo negativo è anche di fornire un meccanismo di sostegno nel caso di condizioni di mercato estreme. Infatti, un rischio importante di forte danno 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. Pertanto, in linea con le misure dell'ESMA, si ritiene opportuno 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.

Considerati gli effetti sugli intermediari che offrono 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, si 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

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. La Consob ritiene necessario innalzare la qualità delle avvertenze sui rischi affinché il cliente comprenda la natura altamente rischiosa e complessa dei prodotti. In particolare, è importante che venga illustrato chiaramente al cliente la possibilità di rapide perdite che potrebbero essere superiori al capitale investito.

Tali avvertenze specifiche sui rischi sono volte a fornire ai clienti al dettaglio informazioni essenziali in merito ai CFD, in particolare sulla percentuale di conti al dettaglio aperti presso l'impresa che subiscono perdite dalla negoziazione in tali prodotti.

Il requisito per gli intermediari fornitori di CFD di dichiarare la percentuale di clienti al dettaglio che risultano in perdita è finalizzato a compensare la tendenza degli stessi intermediari ad evidenziare maggiormente i profitti potenziali rispetto alle perdite.

Inoltre, le avvertenze in parola 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.

Ciascun intermediario fornitore deve pertanto 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 deve essere rifatto su base trimestrale. La percentuale riportata deve essere presentata in modo semplice e chiaro all'interno di un'avvertenza sul rischio in ogni comunicazione dell'intermediario fornitore.

Al fine di determinare se un conto è in perdita 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 deve includere tutti i costi relativi alla negoziazione in CFD.

Gli intermediari fornitori di CFD che abbiano intrapreso tale attività di recente e per quelli che non hanno aperto alcuna posizione negli ultimi 12 mesi non è possibile calcolare tale percentuale relativamente al suddetto periodo. Tali intermediari devono fornire un'avvertenza standardizzata sui rischi che citi le percentuali riportate nell'Allegato 2 della presente delibera.

La Consob ritiene opportuno consentire di adattare l'avvertenza sui rischi al tipo di canale di comunicazione utilizzato attraverso 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.

Al fine di superare le possibili difficoltà tecniche nell'uso dell'avvertenza sui rischi abbreviata per le comunicazioni diverse da quelle effettuate attraverso un supporto durevole o una pagina web a causa dei limiti dei caratteri imposti dai fornitori di terzi, la Consob consente un'avvertenza sui rischi con un numero di caratteri ridotto che non è destinata a sostituire l'avvertenza sui rischi abbreviata.

L'utilizzo della avvertenza con un numero di caratteri ridotto è previsto solo nei casi in cui terzi abbiano fatto ricorso ad un intermediario che per commercializzare i CFD impone un limite di caratteri non compatibile con il numero dei caratteri compresi nelle avvertenze sui rischi.

Le avvertenze sui rischi con un numero di caratteri ridotto forniscono comunque ai clienti al dettaglio informazioni sulla percentuale di conti al dettaglio in CFD che subiscono perdite monetarie. Tuttavia, al fine di attirare l'attenzione dei clienti sul fatto che possano sostenere il rischio significativo di perdere denaro investendo in CFD, è necessario che ogni comunicazione che contenga un'avvertenza sui rischi con un numero di caratteri ridotto debba anche includere un *link* diretto alla pagina web dell'intermediario fornitore di CFD in cui sia visibile l'avvertenza richiesta per supporti durevoli o pagine web.

5.5 La proibizione di benefici monetari e non

Un'ulteriore 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 attraverso cui vengono offerti bonus o altri incentivi ad effettuare operazioni di investimento in 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 operazioni di investimento. I benefici proposti sono spesso subordinati alla necessità che i clienti effettuino depositi sul conto o eseguano un certo volume di operazioni.

Tale divieto non riguarda tuttavia gli strumenti di informazione e ricerca forniti ai clienti al dettaglio e relativi ai CFD in quanto tali strumenti supportano il processo decisionale dei clienti.

6. Le misure e le limitazioni della Consob sono proporzionate in rapporto alla natura dei rischi identificati, al livello di sofisticazione degli investitori o dei partecipanti al mercato interessati e al suo probabile impatto sugli investitori e i partecipanti al mercato che potrebbero detenere, utilizzare o trarre beneficio dai CFD (articolo 42, paragrafo 2, lettera c) del MIFIR)

Nonostante i requisiti di *governance* dei prodotti e gli ulteriori requisiti normativi richiamati in precedenza, negli ultimi anni si è assistito all'estendersi dei danni associati alla commercializzazione, alla distribuzione o alla vendita di CFD ai clienti al dettaglio.

Alla luce della dimensione e della natura del timore significativo individuato in merito alla protezione degli investitori, la Consob ritiene necessario e proporzionato imporre in via permanente limitazioni alla commercializzazione, alla distribuzione o alla vendita in Italia o dall'Italia di CFD ai clienti al dettaglio laddove siano soddisfatte determinate condizioni.

Tali misure e limitazioni sono necessarie e proporzionate a fronteggiare il significativo timore individuato in merito alla protezione degli investitori. In generale, si ritiene che esse riducano le perdite anomale e significative subite dai clienti al dettaglio sui CFD e aumentino 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 gli intermediari fornitori di CFD, fra cui l'eventuale

riduzione delle entrate per gli stessi intermediari (a causa dei minori volumi delle negoziazioni, delle minori spese di transazione complessive pagate dai clienti e delle minori perdite da parte dei clienti).

Inoltre, le misure e le limitazioni della Consob si applicano a decorrere dal giorno successivo a quello di cessazione di efficacia delle analoghe misure temporanee ESMA in materia. Ciò consente che gli effetti benefici delle misure dell'ESMA in termini di protezione degli investitori al dettaglio proseguano senza soluzione di continuità e senza ulteriori costi di implementazione a carico degli intermediari.

7. Le misure e le limitazioni della Consob non hanno effetto discriminatorio sui servizi o sulle attività fornite a partire da un altro Stato membro (articolo 42, paragrafo 2, lettera e) del MIFIR)

Le misure di cui alla presente delibera si applicano agli intermediari fornitori di CFD con sede legale in Italia ed agli intermediari fornitori con sede legale in un altro Stato Membro. Le imprese d'investimento con sede legale in un altro Stato Membro che offrono servizi d'investimento in Italia rientrano nell'ambito di applicazione delle misure oggetto della presente delibera così come quelle aventi sede in Italia. Non si ritiene quindi che le misure abbiano effetto discriminatorio sui servizi o sulle attività fornite a partire da un altro Stato membro in quanto le stesse si applicano alla commercializzazione, alla distribuzione o alla vendita di CFD a prescindere dallo Stato membro da cui tali servizi o attività sono svolti.

8. Consultazioni e comunicazioni (articolo 42, paragrafo 2, lettere d) ed f) del MIFIR e articolo 42, par. 3)

La Consob ha consultato, ai sensi dell'art. 42, par. 2, let. d) del MIFIR, le Autorità nazionali competenti degli altri Stati dell'Unione, in quanto potenzialmente interessate dalle misure oggetto della presente delibera. Non sono pervenute obiezioni da parte di tali Autorità.

La Consob ha altresì consultato, ai sensi dell'art. 42, par. 2, let. f) del MIFIR, il Ministero delle Politiche Agricole, Alimentari, Forestali e del Turismo, che non ha sollevato obiezioni sulle misure oggetto della presente delibera.

La Consob ha effettuato, ai sensi dell'art. 42, par. 3, del MIFIR, la comunicazione all'ESMA e alle Autorità nazionali competenti degli altri Stati dell'Unione. L'ESMA ha rilasciato il proprio parere, ai sensi dell'art. 43, par. 2, del MIFIR, ritenendo le misure oggetto della presente delibera giustificate e proporzionate; il parere è stato pubblicato nel sito internet dell'ESMA.

D E L I B E R A:

Articolo 1 Definizioni

Ai fini della presente delibera si applicano le definizioni seguenti:

- (a) “contratto differenziale” 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 lunga o corta 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);

- (b) “benefici non monetari esclusi” significa qualsiasi beneficio non monetario diverso da strumenti di informazione e di ricerca riferiti ai CFD;
- (c) “margine 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 margine 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 del totale della protezione tramite margine iniziale 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 intermediario fornitore di tali strumenti, relative ai fondi presenti in detto conto di negoziazione.

Articolo 2

Limitazione dei CFD relativamente ai clienti al dettaglio

La commercializzazione, distribuzione o vendita in Italia o dall’Italia ai clienti al dettaglio di CFD è limitata dal soddisfacimento di tutte le seguenti condizioni:

- (a) l’intermediario fornitore di CFD impone al cliente al dettaglio di pagare la protezione tramite margine iniziale;
- (b) l’intermediario fornitore di CFD fornisce al cliente al dettaglio la protezione di chiusura al raggiungimento del margine;
- (c) l’intermediario fornitore di CFD fornisce al cliente al dettaglio la protezione da saldo negativo;
- (d) l’intermediario fornitore di CFD non corrisponde 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 offerti;
- (e) l’intermediario fornitore di CFD non trasmette direttamente o indirettamente una comunicazione a un cliente al dettaglio, ovvero pubblica informazioni accessibili allo stesso relativamente alla commercializzazione, alla distribuzione o alla vendita in Italia o dall’Italia 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 dell’intermediario fornitore di CFD.



Articolo 4
Entrata in vigore e applicazione

La presente delibera sarà pubblicata nel sito internet della CONSOB. Essa entra in vigore il giorno successivo alla sua pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale⁸ e si applica dal 1° agosto 2019 fino all'eventuale revoca, ove ricorrano le condizioni previste dall'art. 42, par. 6, del MIFIR.

20 giugno 2019

IL PRESIDENTE
Paolo Savona

⁸ Pubblicata nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica italiana n. 150 del 28.6.2019.

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. In deroga ai paragrafi 2 e 3, se il numero dei caratteri contenuti nell'avvertenza sui rischi nel formato specificato alla sezione B e alla sezione C supera il limite dei caratteri consentito secondo le condizioni standard del fornitore di terzi, l'avvertenza sui rischi può essere nel formato specificato nella sezione D.

5. Se è usata l'avvertenza sui rischi nel formato specificato nella sezione D, anche la comunicazione o le informazioni pubblicate dovranno includere un link diretto alla pagina web del fornitore di CFD che contenga l'avvertenza sui rischi nel formato specificato nella sezione B.
6. 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*;
7. In deroga ai paragrafi da 2 a 6, 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 nel formato specificato nelle sezioni da E a G, come opportuno.

SEZIONE B

Avvertenza sui rischi relativa allo specifico fornitore su supporto durevole 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 l'elevato rischio di perdere il suo denaro.

SEZIONE C

Avvertenza sui rischi specifica relativa 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 l'elevato rischio di perdere il suo denaro.

SEZIONE D

Avvertenza sui rischi specifici di un fornitore con un numero di caratteri ridotto

[indicare la percentuale per fornitore]% dei conti al dettaglio di CFD che perdono denaro.

SEZIONE E

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 l'elevato rischio di perdere il suo denaro.

SEZIONE F

Avvertenza standard abbreviata relativa 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 l'elevato rischio di perdere il suo denaro.

SEZIONE G

Avvertenza sui rischi con un numero di caratteri ridotto

Il 74-89 % dei conti al dettaglio di CFD perdono denaro.