

AVV. CARLO AIME

VIA PRIV. CAVENAGHI N. 20 - 20149 MILANO  
TEL (+39)02-55189963 - FAX (+39)02-42108145  
e-mail: [aime@aimelaw.it](mailto:aime@aimelaw.it) -

Spett.le  
**CONSOB**  
**Divisione Intermediari**  
Via Broletto n. 7  
20121 Milano

Milano, 30 giugno 2014  
CA/gp

A mezzo SIPE

**Oggetto: Brevi osservazioni al documento Consob di consultazione inerente la "distribuzione di prodotti complessi ai clienti retail".**

**Premessa**

Desidero preliminarmente ringraziare codesta Commissione per l'opportunità offerta di poter partecipare alla consultazione in oggetto, evidenziando sin da ora un **forte apprezzamento** per le proposte regolamentari che emergono dal Documento.

Si evidenzia come particolarmente importante anche il richiamo, contenuto nella premessa del documento di consultazione, all'obiettivo di salvaguardia e di valorizzazione tipica del risparmio, nell'ottica di scelte efficienti da parte degli investitori meno sofisticati da attuare attraverso la semplificazione della gamma prodotti che gli intermediari offrono sul mercato (pag. 1-2 doc.consultazione )

\*\*\*\*\*

Le tipologia di prodotti oggetto della consultazione da parte di Consob , suddivisi in due differenti elenchi, 1 e 2 , prevedono che i primi non possano essere distribuiti ai clienti al dettaglio, mentre gli altri possano invece essere distribuiti al retail seppure in presenza di un servizio di consulenza cd. evoluta svolto con le modalità delineate nelle pagine 8 e 9 del documento stesso.

**Si condivide** il criterio in merito al divieto di distribuzione al pubblico retail dei prodotti di cui all'elenco 1, mentre **non si condivide assolutamente** il criterio secondo cui in prodotti contenuti nell'elenco 2 possano essere distribuiti , seppure con le attenzioni riportate nel documento, a favore di detta clientela.

Più precisamente il limite maggiore di tale distribuzione viene da me individuato sia nella complessità dello strumento, sia nell' **estrema difficoltà di individuare criteri affidabili ed efficienti finalizzati a introdurre metodologie di controllo dei rischi che risultino poi effettivamente efficienti e garantisti per soggetti non professionali.**

A pag.5 tali sistemi di controllo di rischi vengono delineati, con volatilità, VAR, CVAR, ecc.

A prescindere dall'affidabilità o meno di tali sistemi su cui esistono ,anche in ambito accademico, posizioni contrastanti, il problema centrale attiene alla presenza ( a seconda delle diverse tipologie di prodotto) di :

- un numero elevato di elementi di natura derivativa , fino a tre, che essendo utilizzati congiuntamente rendono estremamente difficile introdurre elementi affidabili di controllo del rischio;
- pay off legati agli indici che non rispettano orientamenti ESMA;
- obbligazioni perpetual che hanno quindi una *duration* pressoché infinita ed espongono l'acquirente a rischi non prevedibili inerenti alle fluttuazioni dei cicli economici, ai dati inflattivi, agli interventi delle banche centrali in tema di tassi di interesse, e , in senso più ampio, ad ipotesi di sopravvivenza della stessa società in un periodo temporale non definito;
- prodotti finanziari , non UTICS, con leva maggiore di 1 poiché le modalità di costruzione del prodotto (vedi nota 14 pag. 7 doc.consultazione) risultano anch'esse di difficile prevedibilità;

Alla luce della oggettiva difficoltà di fornire all'investitore retail un quadro corretto ed affidabile dei rischi in cui possono incorrere tali prodotti, si sconsiglia fortemente la distribuzione di tali tipologia di prodotti, ferma restando, per le obbligazioni cd. perpetual, la possibilità da parte del cliente retail di poterle comunque acquisire nell'ambito dei normali acquisti sui mercati regolamentati.

Diverse considerazioni valgono invece in tema di **fondi comuni di investimento cd. alternative** (non UCITS) che sono spesso utilizzati nei portafogli di gestione ( in una componente però massima complessiva fino al 10% della massa gestita, insieme a quote fondi di private equity) anche da parte di fondi di istituzioni universitarie americane (come Yale o Stanford) connotate da metodologie del controllo del rischio molto attento.

La presenza di fondi alternative infatti permette, con una piccola percentuale sul portafoglio, di sovraperformare con maggiore facilità gli obiettivi di rendimento da parte del gestore in quanto si tratta di tipologie di prodotto , insieme ai fondi di private equity, che hanno mediamente un ritorno più elevato rispetto alle classiche azioni, obbligazioni o all'uso di commodities nella costruzione del portafoglio.

Il problema però vero nella scelta degli investimenti alternative è costituito dalla scelta del prodotto, per il quale è necessaria una selezione particolarmente complessa a monte e in fase di selezione del gestore , attività che non può certo essere svolta dal cliente retail.

A tal fine , su questo punto specifico, si ritiene di consentirne la distribuzione alla clientela retail , ma a condizione che il distributore ne suggerisca l'eventuale inserimento nel portafoglio del cliente in misura molto limitata ( e in ogni caso mai superiore al 5% degli asset complessivi posseduti) e che la scelta del fondo alternative sia suffragata da un' ampia documentazione , fornita dall'intermediario ( anche relativa ai criteri di scelta del gestore alternative proposto) che permetta al cliente di effettuare una adeguata valutazione al rischio assunto.

\*\*\*\*\*

Si riporta qui di seguito la risposta alle differenti domande proposte nella consultazione, il cui contenuto tuttavia deve essere letto alla luce della premessa soprariportata.

#### 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?

**SI**

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?

**SI**

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?

**No, vedi osservazioni svolte in precedenza sopra**

4. Ritenete opportuna l'inclusione negli elenchi anche dei prodotti "gestiti" quali polizze assicurative e/o OICR (questi ultimi ove non già specificamente previsti)?

**SI**

5. Ritenete che possano esistere altre o ulteriori caratteristiche utili a qualificare il servizio di consulenza a più alto valore aggiunto (c.d. "evoluto")?

**Nessuna risposta: su questo tema si suggerisce però alla Consob di approfondire in modo più ampio la questione, anche nell'ambito di una successiva consultazione**

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?

**No**

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?

**Non si condivide, nel modo più assoluto, data la complessità dei prodotti oggetto della presente consultazione, l'individuazione di modalità di restrizione del perimetro di definizione di cliente retail al verificarsi di criteri di natura oggettiva o soggettiva.**

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?

**Si, nel caso in cui Consob decidesse di consentire la distribuzione dei prodotti di cui al numero 2, fornire al cliente approfondite e adeguate informazione in tema di rischio del prodotto e difficoltà di individuazione, attraverso le metodiche tradizionali (Var, CVar, ecc) dell'effettiva curva di rischio data l'estrema imprevedibilità del prodotto in scenari di mercato connotati da elevata o elevatissima volatilità.**

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

**Si ritiene purtroppo d'ora in poi: per questo motivo è stato suggerito di non distribuire tale tipologia di prodotto**

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

**SI, faccio riferimento a quanto riportato nella premessa**

### **In sintesi**

**Si condivide** il criterio in merito al divieto di distribuzione al pubblico retail dei prodotti di cui all'elenco 1, mentre **non si condivide assolutamente** il criterio secondo cui in prodotti contenuti nell'elenco 2 possano essere distribuiti, ad eccezione dei cd. fondi alternative, a favore di detta clientela.

Rimango a disposizione di questa rispettabile Commissione per fornire qualsiasi chiarimento in merito alle osservazioni contenute nella presente lettera.

Con osservanza

(Avv. Carlo Aime)

