ASCOSIM
SIM DI CONSULENZA

Spett.le

CONSOB

Divisione Intermediari

Via Broletto, n. 7

20121 MILANO

Milano, 27 giugno 2014

Oggetto: Osservazioni al documento di consultazione sulla distribuzione dei prodotti complessi ai clienti retail

Egregi Signori,

desideriamo innanzitutto ringraziarVi per l'opportunità di partecipare, con le nostre osservazioni, alla consultazione sul tema della distribuzione dei prodotti finanziari complessi alla clientela retail.

La nostra Associazione, che rappresenta le società di consulenza finanziaria, ritiene obiettivo prioritario la realizzazione di iniziative che mirino ad un'efficace protezione dei risparmiatori e degli investitori, premessa per il mantenimento di un elevato grado di fiducia nei riguardi dell'industria finanziaria e del corretto funzionamento dei mercati finanziari.

Poiché riteniamo che la distribuzione dei prodotti finanziari alla clientela retail rappresenti un'area di particolare attenzione per il corretto svolgimento dei servizi di investimento, desideriamo esprimere un generale apprezzamento per il documento che la Commissione pone in pubblica consultazione che rappresenta, a nostro avviso, una premessa per futuri indirizzi dell'Autorità di Vigilanza.

Negli ultimi anni la distribuzione di prodotti finanziari complessi agli investitori retail nei paesi europei è stato un fenomeno rilevante, come evidenzia una ricerca pubblicata dall'Esma nel luglio 2013[1]. In particolare, i prodotti finanziari strutturati collocati presso la clientela retail europea erano, a fine 2012, la ragguardevole cifra di 770 miliardi, con un picco di emissioni nel 2007 pari a 250 miliardi. Due terzi del volume totale era collocato nei primi quattro paesi (Germania, Francia,

[1] Economic Report 'Retailisation in the EU', No.1, 2013 ESMA/2013/326

Italia e Belgio). Nella classifica dei paesi europei, l'Italia si collocava al primo posto, con una quota di mercato del 27%. A fine 2012, in termini percentuali, in raffronto al totale delle attività finanziaria delle famiglie, il peso dei prodotti strutturati era pari al 4% (6% in Italia).

Nel citato studio dell'Esma, si evidenzia inoltre che una componente importante, circa due terzi, dei prodotti complessi emessi nei paesi europei nel periodo tra il 2007 ed il 2012 conteneva strutture o elementi derivativi finalizzati alla protezione totale o parziale del capitale investito. Tra il 2009 ed il 2012 tuttavia la quota dei prodotti complessi che non assicuravano una completa protezione del capitale è aumentata dal 30% al 48%.

La capacità di distinguere e di valutare le qualità di un prodotto complesso da parte della clientela retail è spesso limitata anche in relazione alla ridotta conoscenze in materia finanziaria e alla elevata e crescente complessità delle strutture sottostanti proposte.

In tal senso, esprimiamo adesione alla raccomandazione contenuta nel documento di consultazione di sottoporre la distribuzione dei prodotti di particolare complessità al vaglio della valutazione di adeguatezza da parte degli intermediari nell'ambito del servizio di consulenza in materia di investimenti.[2]

Di seguito riportiamo le nostre risposte ad alcune dei quesiti contenuti nel Documento di Consultazione:

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?

Complessità è un termine relativo e sono molti i fattori che possono rendere un prodotto di difficile comprensione. La maggiore complessità di un prodotto non si traduce necessariamente in maggiore rischiosità dell'investimento. Può quindi essere utile, al fine di agevolare una migliore comprensione dell'obiettivo di investimento e del grado di rischio ad esso associato, adottare una classificazione dei prodotti finanziari complessi.

Ci permettiamo a tal fine di sottoporre alla Vostra attenzione, come utile esempio, il lavoro di classificazione condotto dall'Associazione europea Eusipa, alla quale aderiscono le diverse associazioni nazionali di operatori del settore tra le quali l'italiana Acepi.

La metodologia di classificazione dei prodotti complessi proposta prevede la suddivisione dei prodotti in due segmenti: i prodotti di investimento ed i prodotti a leva. I primi sono a loro volta suddivisi tra prodotti "Capital protected", prodotti "Yield enhancement" e prodotti "Partecipation".

Le categorie vengono ulteriormente segmentate in funzione della presenza di ulteriori elementi che caratterizzano il pay-off dello strumento.

---

[2] Sulla stessa linea di valutazione si veda la nostra risposta del 29 gennaio 2014 alla consultazione sul documento Esma "*Opinion - Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements*", nell'ambito dei lavori del Consultative Working Group – Investor Protection & Intermediaries Standing Committee.
"Moreover, as mentioned in point n. 28 of the Opinion, "*particular care with the use of non-advised sales should be taken if an SRP has features which are difficult to explain to investors*". Accordingly, with the aim of preventing the risk of product mis-selling, if the investment firm classifies the SRP as "high complex product", the distribution of the product should be limited within the investment advice service under MiFID suitability requirements."

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?

Il grado di complessità di un prodotto finanziario è normalmente associato anche ad una maggiore numerosità delle componenti derivative incluse nella struttura del prodotto. Uno studio recente [3] ha esaminato la tipologia di 55 mila prodotti finanziari complessi distribuiti in Europa tra il 2002 ed il 2012. Gli autori hanno adottato una metodologia quantitativa per misurare il grado di complessità dei diversi prodotti mediante un algoritmo di calcolo che tiene conto del numero dei pay-off, del numero degli scenari e della lunghezza dl testo di descrizione. La ricerca mette in evidenza che tutte le misure di complessità individuate risultano statisticamente significative; il livello di complessità risulta inversamente correlato alla performance finale del prodotto e direttamente correlato alla profittabilità a favore dell'emittente.

Si condivide quindi l'opinione di considerare, ai fini della valutazione del grado di complessità, il numero delle componenti derivative che caratterizzano la struttura del prodotto.

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?

Per le ragioni richiamate al punto precedente, riteniamo opportuno evidenziare le diverse componenti derivative incluse nel prodotto anche per mettere in luce le diverse finalità di protezione del capitale, di incremento del rendimento o di esposizione alla leva finanziaria.

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

La valutazione di complessità di un prodotto finanziario dovrebbe a nostro avviso prescindere dalla forma tecnica utilizzata dall'emittente o dal gestore di patrimoni. Negli ultimi anni l'utilizzo degli strumenti derivati, sia con finalità di copertura dei rischi sia con finalità di ottimizzazione della strategia di gestione, si è accresciuto anche nel comparto dei prodotti gestiti – non solo nel caso dei fondi strutturati - anche in virtù della maggiori possibilità operative offerte dalla normativa di settore nell'ambito della valutazione dell'esposizione in strumenti derivati nel portafoglio dei Fondi. Tale osservazione si richiamano alle disposizioni relative alla valutazione del grado di complessità della strategia di gestione già contenute nel Regolamento sulla gestione collettiva della Banca d'Italia .[4]

---

[3] C. Celerier, B. Vallee "What Drives Financial Complexity? A Look into the Retail Market for Structured Products" (July 1, 2013). Paris December 2012 Finance Meeting EUROFIDAI-AFFI Paper. 2013.

[4] *"Le SGR valutano la complessità della gestione dei fondi, tenendo conto dei seguenti criteri:*

- *grado di incidenza non trascurabile degli strumenti finanziari derivati esotici sul totale del valore di mercato delle attività;*
- *incidenza non trascurabile dell'impiego di strategie o di tecniche di investimento complesse nella politica di investimento del fondo, i cui rischi non possono essere adeguatamente misurati e controllati attraverso il metodo degli impegni (es.: strategie di arbitraggio, strategie di tipo long/short o market neutral complesse)."*

Banca d'Italia - Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio – Titolo V – Par. 5.

Laddove si valuti che l'incidenza di strategie e tecniche di investimento complesse sul valore delle attività del portafoglio gestito non sia trascurabile, è auspicabile che, anche in questo caso, la distribuzione del prodotto sia sottoposta alla valutazione di adeguatezza nell'ambito del servizio di consulenza.

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

La nostra Associazione, come già in precedenza osservato, accoglie con particolare favore la previsione di sottoporre alla valutazione di adeguatezza tipica del servizio di consulenza in materia di investimenti la distribuzione di prodotti finanziari che presentino connotazioni strutturali di elevata complessità[5]. Condividiamo inoltre la raccomandazione della Commissione di effettuare la distribuzione di prodotti complessi nell'ambito di un servizio di consulenza di tipo "evoluto", secondo le caratteristiche definite a pag. 8 del documento di consultazione.

Ci permettiamo infine di suggerire che, nella prospettiva di adozione della Direttiva MiFID2, che disciplina la modalità di consulenza finanziaria "indipendente", venga indicata quest'ultima come tipologia di servizio da adottare per la valutazione di adeguatezza della raccomandazione di investimento in prodotti complessi, al fine di limitare l'insorgere di conflitti di interesse derivanti dalla modalità di remunerazione delle entità che prestano il servizio di consulenza..

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

La nostra Associazione ritiene opportuno che da parte degli intermediari venga fornita al pubblico dei risparmiatori un'informazione chiara e concisa sulle caratteristiche dei prodotti finanziari complessi. Ne consegue che, nell'ambito delle pubblicità e del materiale di marketing, sarebbe auspicabile prevedere la pubblicazione di indicazioni sulle principale finalità che caratterizzano la tipologia del prodotto, sull'orizzonte temporale, sui costi diretti ed indiretti che gravano sull'investitore e sul grado di complessità del prodotto, al fine di agevolare la comprensione da parte della clientela retail dei rischi connessi all'investimento.[6]

---

[5] Tale osservazione riflette i recenti orientamenti IOSCO in materia: "*Suitability Requirements With Respect To the Distribution of Complex Financial Products*" – *Gennaio 2013 - Principle 5: Whenever an intermediary recommends the purchase of a particular complex financial product, including where the intermediary advises or otherwise exercises investment management discretion, the intermediary should be required to take reasonable steps to ensure that recommendations, advice or decisions to trade on behalf of such customer are based upon a reasonable assessment that the structure and risk-reward profile of the financial product is consistent with such customer's experience, knowledge, investment objectives, risk appetite and capacity for loss.*

[6] Si veda la nostra risposta del 29 gennaio 2014 alla consultazione sul documento Esma "*Opinion - Structured Retail Products - Good practices for product governance arrangements*", nell'ambito dei lavori del Consultative Working Group – Investor Protection & Intermediaries Standing Committee. "In point n. 14 of the Opinion it is stated that "*Firms should ensure that SRPs' key features are visible for distributors and retail investors. They should make clear the pay-off design and the expected returns and risks, including the potential for partial or full loss of invested capital*". In our view, in order to further strengthen this provision and to ensure investor protection, it is necessary that both the investment firms who design and manufacture the products as well as distributors properly inform investors about the *type of product* offered and the *degree of risk and complexity* associated with investing in an SRP. As part of the procedures for product governance, investment firms should therefore classify the product clearly indicating

- the type (capital protection, yield enhancement, participation products, leverage products);
- the investment horizon suggested , depending on the maturity and the liquidity of the product;
- the degree of complexity assessed in the light of the relevant variables."

La nostra Associazione, nel ringraziare per l'attenzione ricevuta, rimane a disposizione delle Autorità di Vigilanza per eventuali ulteriori confronti ed approfondimenti sul tema.

Distinti saluti

Ascosim

Il Segretario Generale

ASCOSIM - Associazione delle Società di Consulenza Finanziaria - Viale Bianca Maria, 23 20122 Milano
www.ascosim.it - Indirizzo E Mail: info@ascosim.it - Codice Fiscale Partita Iva 06895160965