



CONSULTAZIONE CONSOB:

“SULLA DISTRIBUZIONE DI PRODOTTI COMPLESSI AI CLIENTI *RETAIL*”.

30 giugno 2014

Assofinance, Associazione dei Consulenti Finanziari Indipendenti, con sede in Milano, riconosciuta come associazione storica dei consulenti finanziari indipendenti che ha partecipato fin dall'origine ai tavoli di lavoro per la costituzione dell' Albo ed Organismo presso la vs. spett.le Authority, espone alla vostra gradita attenzione alcune brevi riflessioni in merito al documento in consultazione dal titolo “sulla distribuzione di prodotti complessi ai clienti *retail*”.

In via preliminare Assofinance intende segnalare con particolare attenzione due aspetti:

- il divieto di vendita dei prodotti “a complessità molto elevata” e l'obbligo della consulenza c.d. “evoluta” per i prodotti “a complessità elevata” non rappresentano una soluzione efficace per evitare che gli investitori possano subire rilevanti perdite inattese a fronte di una scarsa comprensione dei rischi dei prodotto finanziari sottoscritti per via della loro complessità;
- le caratteristiche che concorrono alla definizione della consulenza c.d. “evoluta” prescindono, nella bozza, dal livello di indipendenza del consulente.

Con riguardo al primo aspetto, evidenziamo che la mancanza di una corrispondenza biunivoca tra struttura finanziaria e rischiosità di un prodotto, correttamente segnalata nella nota 8 del documento, rappresenta il punto debole dell'impostazione proposta.

Individuare un elenco di prodotti “pericolosi”, mediante le etichette “a complessità molto elevata” e “a complessità elevata”, può alimentare negli investitori *retail* l'aspettativa che tutti gli altri prodotti non rientranti in queste categorie siano senza alcun rischio.

È evidente, infatti, che ciò che non è complesso, come già è avvenuto in passato in molti articoli comparsi sulla stampa nazionale, induce a credere che sia caratterizzato non solo da una struttura finanziaria priva di elementi di particolare complessità, ma anche per la presenza di un profilo di rischio basso.

L'unico modo per porre rimedio a tale stato di fatto è quello di rivedere la Comunicazione in oggetto per gli aspetti connessi al tema della trasparenza delle caratteristiche di rischio-rendimento dei prodotti finanziari, complessi o meno, al fine di contribuire a ridurre il *gap* informativo degli investitori *retail* e favorire decisioni di investimento realmente consapevoli.

In questa ottica, sarebbe opportuno riprendere alcune delle proposte formulate dalla Consob nel documento di consultazione Consob del 14 luglio 2009 *"Raccomandazione sul prospetto di offerta o di ammissione alle negoziazioni dei prodotti finanziari non rappresentativi di capitale diversi dalle quote o azioni di OICR e dai prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione: modalità di presentazione e contenuti dell'informativa sul profilo di rischio rendimento e sui costi"*, sulle quali avevamo già espresso i nostri commenti favorevoli.

Facciamo in particolare riferimento all'applicazione degli scenari probabilistici di rendimento come declinati nel Quaderno di Finanza n. 63/2009 per tutti i prodotti non *equity* che oggi è normalmente, e con ottimi risultati, utilizzato per la trasparenza dei prodotti finanziario-assicurativi.

Come già rappresentato in occasione di altre consultazioni, sulla base delle esperienze maturate dai nostri associati, infatti, l'efficacia di tale approccio ha trovato l'apprezzamento da parte degli investitori per la chiarezza, comprensibilità e valore segnaletico delle informazioni.

Gli scenari probabilistici sono uno strumento di grande utilità per la mappatura dei rischi dei prodotti e per realizzare un confronto concorrenziale reale e non astratto tra strumenti analoghi ed operatori, nonché per l'individuazione di fenomeni di potenziale o conclamata patologia finanziaria.

Peraltro, come richiesto dal documento di consultazione in esame, l'informativa riveniente dagli scenari probabilistici è coerente *"con i criteri e i modelli impiegati dagli intermediari a fini interni per la valutazione dei prodotti finanziari nel portafoglio di proprietà, per la redazione del bilancio o per finalità di gestione del rischio, nonché per le analisi eventualmente compiute in fase di costruzione della gamma dei prodotti da emettere od offrire alla clientela"* e quindi è, per costruzione, in grado di riequilibrare le tipiche asimmetrie cognitive tra l'industria finanziaria e gli investitori *"retail"*.

Praticamente, in questo modo gli investitori *"retail"* possono essere dotati degli stessi strumenti di misura di costo-opportunità-rischio in uso presso le loro controparti naturali.

Peraltro, la disponibilità su vasta scala di questa informativa faciliterebbe l'attività di *"advisory"* dei consulenti indipendenti ai fini delle verifiche di adeguatezza e congruità dei prodotti, specie per quelli complessi, agli effettivi obiettivi e necessità dei clienti.

In particolare utilizzando l'informativa di trasparenza *"risk-based"* il consulente viene messo nelle migliori condizioni per: capire appieno natura, tipologia e rischi degli strumenti e procedere con la massima efficacia alle analisi di *"reverse engineering"*; verificare la coerenza del profilo di rischio – rendimento – costi (soprattutto quelli impliciti che fanno la vera differenza) con le specifiche esigenze del cliente (che solo il consulente nel suo rapporto fiduciario conosce o comunque conosce certamente meglio dell'intermediario collocatore).

Con riguardo al secondo aspetto, notiamo con rammarico che ancora una volta **non è stato dato il giusto rilievo al concetto di indipendenza.**

Nella situazione attuale del mercato italiano, ove il conflitto di interessi è endemico, definire la consulenza *"evoluta"* prescindendo da qualsiasi vincolo rispetto ai conflitti d'interesse che caratterizzano i distributori facenti parte di conglomerati finanziari rischia rendere sostanzialmente inutile la raccomandazione.

Come successo in passato, è probabile che a fronte di procedure formalmente aderenti ai principi della raccomandazione, si riscontrino comportamenti *"deviati"* volti ad una

manipolazione ad hoc delle stesse procedure al fine di giustificare la vendita dei prodotti assemblati *in house*.

Sarebbe, quindi, opportuno aggiungere alcuni ulteriori vincoli nella definizione della consulenza "evoluta" funzionali ad esaltare il valore dell'indipendenza.

Si potrebbe, ad esempio, prevedere l'obbligo di un'adeguata diversificazione della gamma dei prodotti offerti con un limite minimo per i prodotti di terzi unitamente ad un obbligo di trasparenza ex-post che in forma aggregata dia evidenza di quanti prodotti del gruppo e quanti prodotti di terzi rispetto alla gamma offerta siano stati collocati.

Altro aspetto importante riguarda la politica di remunerazione della rete di vendita e del servizio di consulenza. Vietare le retrocessioni di commissioni per gli intermediari che offrono il servizio di consulenza "evoluta" segnerebbe un passo importante alla rottura dei conflitti di interesse che affliggono le reti *captive* italiane.

* * *

DOMANDE

Con riguardo al questionario riportato alla fine del documento, la nostra associazione ritiene giusto segnalare, in un'ottica di leale e corretto confronto con l'autorità di vigilanza, che le domande sembrano essere prive della dovuta imparzialità.

La loro formulazione, dando per acquisita l'ipotesi secondo cui i prodotti complessi non possono essere compresi dagli investitori *retail*, si presta ad influenzare le risposte dei partecipanti alla consultazione in un senso favorevole alle proposte in consultazione. Sarebbe stato opportuno, a nostro avviso, proporre al mercato una domanda contenente una proposta alternativa alla logica dei divieti basata su una trasparenza rafforzata dagli scenari probabilistici; e ciò per verificare se questa ipotesi potesse incontrare (cosa di cui siamo convinti) non solo il favore dei risparmiatori ma anche degli operatori di mercato.

1. Le etichette formali non rappresentano una soluzione rispetto alla possibilità di riscontrare un *mismatch* tra i desiderata dei clienti *retail* e le caratteristiche in termini di rischio-rendimento dei prodotti finanziari. L'esperienza operativa sul mercato ci dice che proprio dalla sottoscrizioni di prodotti apparentemente semplici scaturiscono le più grandi delusioni e perdite di fiducia nel sistema finanziario da parte della clientela *retail* (es: *ETF strutturati, spesso iper complessi ma "coperti" dall' etichetta*)
2. Fermo restando le critiche rappresentate in premessa sull'approccio proposto, certamente fare riferimento alle componenti derivative, implicite ed esplicite, dei prodotti finanziari contribuisce ad attribuire alla classificazione dei prodotti complessi un elemento di oggettività che non lascia spazio alle valutazioni qualitative.
3. Sempre nella logica di evitare valutazioni di carattere soggettivo, riteniamo impossibile distinguere le componenti derivative in base al loro livello di complessità. Al riguardo, si rammenta che per la disciplina comunitaria la presenza di una sola componente derivativa è ritenuta sufficiente per collocare un prodotto finanziario nella categoria dei prodotti complessi. Come detto, bisogna dotare i risparmiatori di una strumentazione informativa che faccia chiarezza sull'impatto sui prodotti in termini di rischio-rendimento

delle componenti derivative.

Si segnala, inoltre, che l'articolazione dei prodotti complessi definita nel documento di consultazione in parola non appare in linea con l'elencazione fatta dall'ESMA nella propria *opinion* dal titolo "*MiFID practices for firms selling complex products*"; e ciò in quanto il richiamo alla comunicazione sui prodotti illiquidi ed alle Linee-guida interassociative validate dalla Consob andrebbero ad escludere dai prodotti complessi, contrariamente all'approccio ESMA, quelli a "*Tasso Fisso; Tasso Fisso crescente; Tasso Fisso decrescente; Tasso Variabile (anche indicizzato all'inflazione); Tasso Variabile con cap e/o floor; Zero Coupon; Subordinate; Tasso Misto*" anche qualora questi prodotti siano caratterizzati dalla "*presenza di, al più, una opzione call/put*". Si reputa pertanto opportuno rivedere la raccomandazione al fine di renderla coerente con i dettati comunitari.

4. Sarebbe del tutto opportuno includere anche le polizze assicurative e gli OICR nell'elenco dei prodotti complessi. Peraltro, i fondi UCITS strutturati (a formula, a cedola e a scadenza predefinita) nell'ultimo periodo sono divenuti i naturali sostituti delle vecchie polizze *index-linked*; tali prodotti certamente non presentano un'ingegneria finanziaria facilmente comprensibile da parte dei risparmiatori *retail*.
5. Rinviamo ai commenti in premessa.
6. No.
7. Rinviamo ai commenti in premessa.
8. Sarebbe opportuno accorpare tutta l'informativa relativa al rapporto tra distributori ed investitori *retail* in un'unica sezione del sito internet dei distributori. Rispetto agli obblighi vigenti e quelli proposti con la comunicazione in esame, riteniamo opportuno prevedere l'illustrazione di alcune statistiche descrittive che sintetizzino ex-post l'attività posta in essere dai distributori. Come detto, ad esempio, incidenza dei prodotti di terzi sull'ammontare totale di prodotti distribuiti distinti per tipologia di servizio, incidenza delle retrocessioni di commissioni rispetto al pagamento diretto da parte della clientela nell'ambito del servizio di consulenza, riconciliazione dei dati contabili dei ricavi da distribuzione rispetto ai costi rappresentati alla clientela, ecc.
9. Rinviamo ai commenti in premessa.
10. Rinviamo ai commenti in premessa.

**ASSOFINANCE**
Associazione Nazionale Consulenti Finanziari Indipendenti
Viale Brianza, 20 - 20127 Milano
Tel. 02 67101294 - Fax 02 6697897

Milano 30 giugno 2014