

CONSOB

DIN

Prot. 0053619/14

del 26/06/2014



CONSOB
Divisione Intermediari
Via Broletto, n. 7
20121 MILANO

OGGETTO: Documento di Consultazione sulla Distribuzione di prodotti complessi ai clienti *retail*, del 28 maggio 2014.

Il Documento tratteggia le linee direttrici «dell'iniziativa di indirizzo» che l'Autorità di vigilanza intende assumere con particolare riguardo alla raccomandazione di:

- non distribuire¹ affatto prodotti finanziari a «complessità molto elevata» (Elenco 1) alla clientela *retail*;
- distribuire prodotti finanziari di «elevata complessità» (Elenco 2) alla clientela *retail* solo se «nell'ambito di un servizio di consulenza c.d. evoluta», di cui vengono disegnati i tratti caratteristici.

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

Al riguardo, preliminarmente, quanto all'ambito di efficacia dei prospettati indirizzi, deve osservarsi come gli stessi non risultino applicabili, neppure nella forma della *moral suasion*, agli intermediari esteri aventi sede in un Paese dell'Unione Europea ed operativi in Italia in regime di libera prestazione di servizi.

¹ Invero, il Comunicato stampa Consob del 28 maggio 2014, che ha accompagnato la pubblicazione del Documento di consultazione, usa una terminologia tecnicamente più precisa (e circoscritta), parlando, ripetutamente, di «collocamento» (così, ad es., fin dal titolo: «la Commissione propone il rafforzamento dei presidi a tutela del risparmio fino alla limitazione del collocamento degli strumenti più complessi»).

Infatti, nell'impianto della MiFID vigente, come noto, le Autorità del Paese ospitante non hanno attribuzioni di vigilanza nei confronti degli operatori aventi sede in altro Stato membro e che operino senza stabilire una succursale nel territorio del medesimo Paese ospitante.

Ed infatti, la stessa delibera Consob n. 17297/2010 (che impone doveri di comunicazione e informazione periodica o "ad evento" nei confronti dell'Autorità, per cui tramite il Documento di consultazione prospetta gli intermediari debbano informare la Consob circa l'eventuale adesione alle prefigurate raccomandazioni) non si applica alle banche e alle imprese di investimento comunitarie operanti in libera prestazione di servizi in Italia.

E quindi, le ipotizzate raccomandazioni non potranno comunque avere quell'effetto "oggettivo", che pure risulta evocato nei presupposti e nelle intenzioni del Documento di consultazione, essendo, innanzitutto, e certamente, inapplicabili agli intermediari comunitari operanti in Italia in libera prestazione di servizi.

L'inapplicabilità, certa, agli intermediari comunitari in libera prestazione di servizi manifesterebbe i propri effetti, naturalmente, anche con riguardo a quegli operatori che fossero presenti in Italia nella doppia modalità: libera prestazione di servizi e succursale.

Alla luce delle informazioni che la succursale dell'intermediario comunitario è tenuta a fornire a Consob ai sensi della stessa delibera n. 17297/2010 (cfr. Allegato II.13, «Schema di Relazione sulle modalità di svolgimento in Italia dei servizi e delle attività di investimento...», Sez. C), assume infatti valenza discrezionale l'informazione circa quella parte dell'attività che deve essere riferita alla libera prestazione di servizi rispetto a quella svolta dalla succursale². Nel senso che, se la succursale italiana assumesse rilievo "solo" per l'attività di promozione del contratto-quadro, ad es., di esecuzione di ordini e di negoziazione per conto proprio, e le singole disposizioni di investimento (comprese quelle su eventuali prodotti a elevata o molto elevata complessità) fossero inoltrate direttamente dal cliente a valere su di una piattaforma elettronica gestita in libera prestazione di servizi, quelle disposizioni parimenti dovrebbero per necessità restare estranee alla possibilità di applicazione degli anticipati orientamenti.

² Nel Documento sugli esiti della Consultazione che ha accompagnato (28 aprile 2010) la pubblicazione della Delibera Consob n. 17297/2010, si legge infatti (cfr. pagg. 79-80): «si ritiene utile integrare la parte "C. Informazioni sui servizi/attività svolti" della relazione in parola, attraverso la richiesta di appositi elementi che – con specifico riguardo ai servizi/attività di investimento oggetto di notifica e, quindi, di autorizzazione ad operare in Italia sia mediante succursale che, contemporaneamente in libera prestazione – consentano di ricostruire con chiarezza le modalità operative effettivamente impiegate per lo svolgimento in Italia degli stessi servizi/attività... Nella predetta sezione della relazione, in particolare, gli intermediari comunitari potranno chiarire quale parte dell'attività è effettivamente prestata per mezzo della succursale. Quest'ultima circostanza consentirà di chiarire, per quanto possibile ex ante, l'area di vigilanza della Consob che riguarda soltanto l'operatività in Italia dell'intermediario comunitario tramite succursale e non anche quella in libera prestazione di servizi (sottoposta invero alla responsabilità di vigilanza dell'Autorità del Paese di origine, eccezione fatta nel caso di offerta fuori sede)».

E d'altronde, le misure tratteggiate da Consob, sebbene si vogliano inquadrare nella cornice dei futuri poteri di *product intervention* previsti da MiFIR in capo alle Autorità nazionali (che saranno applicabili fra trenta mesi), se ne differenziano significativamente. Infatti, i futuri poteri/doveri di inibizione o limitazione insisteranno "sul prodotto", anche in sé e per sé considerato, e daranno la possibilità (anche) all'Autorità del Paese della distribuzione se non dell'ingegnerizzazione dello stesso, di intervenire (senza limitazioni fondate sulla giurisdizione del *manufacturer*). Nel nuovo sistema, è inoltre, e soprattutto, precisamente previsto un dovere per l'Autorità che procede di consultarsi preventivamente (che non risulta nel caso attivato o attivando nell'ambito dell'iniziativa generale prefigurata da Consob) con le altre Autorità potenzialmente interessate dall'ipotesi di inibizione assunta.

Proprio il confronto prospettico con la *product intervention*, pure evocato dal Documento di consultazione, fa sorgere fondate perplessità rispetto ad una applicazione delle ipotizzate raccomandazioni che si volesse estesa (oltreché agli intermediari nazionali) alle stesse succursali delle banche o delle imprese di investimento comunitarie.

Al riguardo, infatti, si deve notare come:

- la condizione, espressamente stabilita da MiFIR per la *product intervention*, di consultare le Autorità degli altri Paesi interessati (e di garantire un coordinamento in sede ESMA) non sarebbe in ogni caso rispettata, con il rischio di configurare quindi l'indirizzo ipotizzato come una sostanziale limitazione del diritto alla libera circolazione delle imprese e dei prodotti all'interno dell'Unione e allo stesso mutuo riconoscimento delle autorizzazioni. Ed infatti, una "moratoria" commerciale per il mercato italiano, avrebbe certamente effetti anche su profili di stabilità ed organizzativi dell'intermediario estero, che, anche a disciplina vigente, certamente sfuggono alle responsabilità ed alle attribuzioni delle Autorità dei Paesi ospitanti per ricadere *in toto* nelle competenze delle Autorità dei rispettivi Paesi di origine; e
- l'indirizzo prospettato pare assumere nei fatti una sostanza di regola aggiuntiva³ (e di particolare rigore) con riguardo al mercato nazionale rispetto all'assetto MiFID. Ne è consapevole il Documento di consultazione laddove evoca, fra i fattori che fondano i possibili indirizzi dell'Autorità, le «specificità della struttura del mercato finanziario domestico», requisito, tipicamente, contemplato dall'art. 4 della direttiva di "livello 2"

³ La prospettata moratoria, infatti, non è certo frutto di una lettura interpretativa di regole comuni già vigenti, per espressa valutazione dell'Autorità.

- (dir. n. 2006/73/CE) proprio fra quelli in presenza dei quali soltanto è possibile aggiungere regole all'assetto comune disegnato dalla normativa, anche di dettaglio, introdotta dal sistema MiFID. Ebbene, al riguardo, deve rammentarsi che, ai sensi dell'art. 14, commi 24-bis e 24-ter, della Legge 28 novembre 2005, n. 246, introdotti
- dall'art. 15, comma 2, lettera b), della Legge 12 novembre 2011, n. 183, «*gli atti di recepimento di direttive comunitarie non possono prevedere l'introduzione o il mantenimento di livelli di regolazione superiori a quelli minimi richiesti dalle direttive stesse*»: c.d. divieto di *gold plating*. Il principio, normativamente sancito con riguardo alle attribuzioni di "Vigilanza regolamentare" delle Autorità, non può non applicarsi con riguardo alla Vigilanza più generalmente estesa, che pure, sulla base del Documento di consultazione, si vorrebbe "concentrare" (anche nell'*enforcement*) proprio su quei soggetti che non intendessero (o non potessero) conformarsi alle raccomandazioni della Consob, certamente innovative ed ulteriori rispetto alla disciplina comunitaria vigente e, invero, rispetto anche a quella futura. Senza dire poi che, ove mai si ritenessero applicabili gli eventuali orientamenti dell'Autorità (anche) alle succursali di intermediari comunitari si determinerebbe, a loro danno, uno scalino concorrenziale rispetto agli operatori europei attivi in libera prestazione di servizi, di cui non si comprenderebbe la *ratio* e l'efficacia.

Secondo il Documento di consultazione, le prospettate raccomandazioni (entrambe) «*non si applicherebbero... alla prestazione del servizio di esecuzione di ordini sulla base di un contratto fra l'intermediario e il cliente che consenta la trasmissione elettronica di ordini di negoziazione ad una determinata trading venue utilizzando l'infrastruttura e l'identificativo dell'intermediario stesso*».

La *ratio* della "disposizione" sembra di cogliersi nel fatto che le raccomandazioni non hanno motivo di applicarsi allorché il cliente si è autonomamente attivato, di propria iniziativa, per l'investimento, beneficiando di una infrastruttura elettronica (che, come tale, non è in condizione di raccomandare o "sollecitare" una specifica operazione), messa a disposizione dell'intermediario, di instradamento degli ordini ad «*una determinata trading venue*».

Il Documento, volutamente (e necessariamente) parla di «*sede di esecuzione*», in termini generali, evidentemente riferendosi alle relative nozioni recate al riguardo dal sistema MiFID. Ebbene, per *trading venue*, il Regolamento CE n. 1287/2006 - c.d. Regolamento di "livello 2" - recante misure di esecuzione della MiFID (lato mercati), intende (art. 2, n. 8): un «*mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un internalizzatore sistematico...*» (per internalizzatore sistematico, come noto, ai sensi della MiFID - art. 4, par. 1, n. 7, deve, a sua

volta, intendersi «un'impresa di investimento che in modo organizzato, frequente e sistematico negozia per conto proprio, eseguendo gli ordini del cliente al di fuori di un mercato regolamentato o di un sistema multilaterale di negoziazione». In argomento, la Direttiva n. 2006/73/CE (c.d. Direttiva di "livello 2", che contiene disposizioni di esecuzione della MiFID - lato intermediari) riporta un riferimento alle "sedi di esecuzione" ancora più significativo.

Infatti, l'art. 44 (in tema di *best execution*), par. 1, ultimo periodo, statuisce che per "sede di esecuzione" si intende «un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione (MTF), un internalizzatore sistematico, un market maker o altro fornitore di liquidità...».

Tale essendo il quadro delle fonti (e delle nozioni, anche comunitarie, cui si riferisce il Documento), risulta utile e necessario, a fini di chiarezza e di coerenza, espungere dalla richiamata clausola di non applicazione delle raccomandazioni Consob il riferimento a «l'identificativo» dell'intermediario: «le raccomandazioni non si applicherebbero... alla prestazione del servizio di esecuzione di ordini sulla base di un contratto fra l'intermediario e il cliente che consenta la trasmissione elettronica di ordini di negoziazione ad una determinata trading venue utilizzando l'infrastruttura e l'identificativo dell'intermediario stesso».

Il riferimento a «l'identificativo» dell'intermediario, infatti, potrebbe essere colto come limitante l'esclusione al caso in cui gli ordini elettronici di un cliente siano instradati in interconnessione ad un mercato regolamentato (o, addirittura ad un determinato mercato regolamentato*), quando invero, la ratio della "clausola di non applicazione" e le nozioni di trading venue che evidentemente il Documento di consultazione presuppone, devono necessariamente avere una lettura più articolata, rispettosa del principio di pari concorrenza fra sedi di esecuzione.

Tra l'altro, esigenze di protezione dei risparmiatori *retail* alla luce delle regole di condotta degli intermediari, nella cui cornice si inseriscono i futuri poteri di *product intervention* (e quindi le ipotizzate raccomandazioni della Commissione) prescindono, e non potrebbe essere altrimenti, dalle technicalità microstrutturali di una specifica sede di esecuzione.

Ed allora, esemplificativamente (fra gli altri casi) le eventuali raccomandazioni non si applicherebbero alla prestazione del servizio di esecuzione di ordini sulla base di un contratto che consenta al cliente la trasmissione elettronica di ordini, utilizzando l'infrastruttura

⁴ L'art. 1.3 del Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa Italiana S.p.A., definisce come "interconnessione" «il collegamento ai mercati, per il tramite di operatori ammessi alla negoziazione, di clienti degli operatori ammessi, di unità organizzative degli stessi diverse da quelle adibite allo svolgimento delle attività di negoziazione nei mercati e di liquidazione e controllo delle medesime nonché di sistemi automatici di generazione degli ordini, anche se installati presso unità organizzative degli operatori ammessi».

dell'intermediario che operasse in conto proprio quale internalizzatore sistematico o fornitore di liquidità.

Vice Presidente

Alessandro Capuano

