



ASSOGESTIONI

associazione del risparmio gestito

Roma, 9 luglio 2014

CONSOB
Divisione Intermediari
Via Broletto, n. 7
20121 Milano

Prot. n. 319/14

Anticipata *on-line* per il tramite del SIPE – Sistema Integrato Per l'Esterno

Documento di consultazione CONSOB “Sulla distribuzione di prodotti complessi ai clienti *retail*”

Nel rispondere all'invito di codesta spettabile Autorità di vigilanza a formulare osservazioni al documento di consultazione in oggetto (di seguito, il Documento di consultazione”), Assogestioni intende ringraziare per l'opportunità offerta.

Questa Associazione, pur ritenendo condivisibile l'obiettivo di innalzare i livelli di tutela sostanziale per gli investitori che l'Autorità si propone di perseguire attraverso l'emananda Comunicazione, al contempo ritiene necessario formulare talune osservazioni in ordine alle misure dalla medesima individuate, perlopiù al fine di meglio definire il loro ambito di applicazione.

1. Sull'adeguamento alle *Opinion* dell'ESMA. La prima misura evidenziata nel Documento in consultazione prevede l'adeguamento degli intermediari alle indicazioni dell'Esma fornite nell'*Opinion* denominata “*Mifid practices for firms selling complex products*” del 7 febbraio 2014 e nell'*Opinion* in materia di “*Good practices for product governance arrangements*” del 27 marzo 2014.

A tal riguardo si ritiene che l'emananda Comunicazione, nel dichiarare l'intenzione della Consob di conformarsi “pienamente” alle indicazioni fornite dall'ESMA nelle citate *Opinion*, debba, allo stesso tempo, anche chiarire taluni profili relativi all'ambito di applicazione delle stesse. Ci si riferisce, in particolare, all'ambito di applicazione dell'*Opinion* dell'ESMA in materia di *good practices* per la *product governance* dei prodotti strutturati e, nello specifico, alla necessità di meglio precisare in che misura l'*Opinion* riguardi anche le SGR: e cioè se le indicazioni dell'ESMA debbano applicarsi alle sole SGR che prestino servizi d'investimento aventi ad oggetto la “distribuzione” di prodotti strutturati o si applichino anche alle SGR ove prestino il (solo) servizio di gestione collettiva, in relazione alla istituzione e



gestione di OICR strutturati. Con riferimento al primo profilo, dovrebbe altresì essere chiarito il significato dell'inclusione, da parte dell'ESMA, del servizio di gestione di portafogli nell'ambito della definizione di servizi d'investimento cc.dd. "distributivi".

2. Sulle ulteriori misure. In aggiunta alla richiesta di adeguamento alle indicazioni dell'ESMA, il Documento in consultazione individua "ulteriori misure" nei confronti degli intermediari, che si sostanziano nelle seguenti due raccomandazioni: (i) l'astensione dal commercializzare, presso la clientela *retail*, alcune tipologie di prodotti connotati dalla più alta complessità; (ii) l'impegno a distribuire prodotti a complessità comunque elevata solo nell'ambito di servizi di consulenza evoluta.

Con riferimento alla prima misura si condivide pienamente l'esclusione degli OICR dalle tipologie di prodotti finanziari qualificati come prodotti aventi caratteristiche di complessità molto elevata e di scarsa intellegibilità delle connotazioni strutturali. Tale esclusione, del resto, si giustifica in forza della presenza dell'intermediario gestore, per sua natura soggetto operante secondo canoni di professionalità e specifica competenza.

In ordine, invece, alla seconda misura si ritiene necessario formulare le seguenti osservazioni.

2.1 L'esclusione dall'elenco 2 degli UCITS "strutturati". Secondo quanto previsto nel Documento di consultazione per UCITS "strutturati" devono intendersi gli UCITS *"che forniscono agli investitori, a certe date prestabilite, rendimenti (pay-off) basati su un algoritmo e legati al rendimento, all'evoluzione del prezzo o ad altre condizioni di attività finanziarie, indici o portafogli di riferimento, o OICVM con caratteristiche simili"*. Nella medesima prospettiva si pone, peraltro, la definizione di "fondo strutturato" individuata dalla Banca d'Italia, nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio dell'8 maggio 2012, là dove prevede che *"utilizzano la denominazione di fondi strutturati i fondi il cui rendimento è predeterminato attraverso l'applicazione di una formula di calcolo predefinita, che fa riferimento a strumenti o indici finanziari. Il rendimento finale dell'investimento dei fondi strutturati è determinabile utilizzando criteri prestabiliti, non modificabili e oggettivi, indicati nella formula di calcolo predefinita"*.

Ciò posto, si ritiene che gli UCITS "strutturati" non debbano essere inclusi nell'elenco 2 del Documento di consultazione. Ed infatti, le connotazioni strutturali di elevata complessità tipicamente riscontrabili nei prodotti strutturati, grazie al "vestito" UCITS, si traducono in una forte semplificazione e riduzione dei rischi per il cliente finale, il quale può, pertanto, concentrare la propria attenzione nella valutazione della potenziale prestazione finanziaria del prodotto e dei relativi rischi di mercato. Più nello specifico:

- (i) gli UCITS strutturati, a differenza delle obbligazioni strutturate, non hanno il rischio di concentrazione, poiché il patrimonio è investito in attività adeguatamente diversificate;



- (ii) gli UCITS strutturati non hanno strutturalmente il rischio di liquidità delle obbligazioni strutturate: il sistema di gestione del rischio di liquidità del fondo, infatti, deve tener conto della capacità di far fronte alle obbligazioni derivanti dalle richieste di rimborso;
- (iii) il rischio di credito degli UCITS strutturati non è legato ad un solo emittente;
- (iv) il gestore, ai sensi della direttiva UCITS, è tenuto a selezionare e mettere in concorrenza le diverse controparti, al fine di realizzare la migliore esecuzione possibile quando acquista e vende componenti derivative;
- (v) la rappresentazione del rischio di credito e del rischio di mercato è fornita in modo chiaro nella documentazione d'offerta;
- (vi) anche l'informativa sui costi dei prodotti è resa in modo chiaro ed esaustivo nella documentazione d'offerta, mentre l'informativa sul *fair value* non è necessaria poiché vi è un obbligo di calcolare e pubblicare periodicamente il valore delle quote del fondo.

2.2 L'equiparazione tra UCITS "strutturati" e polizze assicurative "strutturate". Ove si ritenesse comunque opportuno mantenere nell'elenco 2 gli UCITS "strutturati", allora anche le polizze assicurative aventi caratteristiche analoghe (cc.dd. polizze assicurative "strutturate") dovrebbero essere incluse nel medesimo elenco.

L'eventuale non auspicata inclusione degli UCITS "strutturati" (e delle polizze assicurative "strutturate") nell'elenco 2 dovrebbe, in ogni caso, avvenire nel rispetto delle medesime "delimitazioni" previste per gli altri prodotti finanziari ivi inclusi. Pertanto, ove si ritenesse che il grado di complessità di un prodotto possa essere misurato anche in base al numero di componenti derivative e, per tale via, si includessero nell'elenco 2 (così come attualmente si propone) i prodotti finanziari incorporanti tre componenti derivative, allora anche per gli UCITS "strutturati" (e le polizze assicurative "strutturate") dovrebbe valere lo stesso criterio e quindi prevedere l'inclusione degli stessi solo ove "incorporanti tre componenti derivative".

2.3 L'esclusione dall'elenco 2 dei fondi comuni d'investimento c.d. *alternative* (non UCITS) con leva maggiore di 1. Il Documento di consultazione propone di includere nell'elenco 2 i FIA destinati alla distribuzione presso la cosiddetta clientela al dettaglio con "leva maggiore di uno". Tale previsione sembrerebbe attrarre nella lista tutti i FIA che hanno un'esposizione superiore ad uno, indipendentemente dalla loro "complessità" e dai presidi di tutela previsti per gli investitori. In generale, si rileva come una valutazione complessiva della proposta richieda di avere contezza del metodo di calcolo della leva per questi prodotti, nonché anche delle ulteriori disposizioni di attuazione dell'art. 6 del TUF riguardo all'applicazione delle norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio, tra cui anche quelle relativa alla leva finanziaria. In particolare, si osserva che i FIA destinati alla clientela *retail*, che avessero caratteristiche di esposizione identiche a quelle degli UCITS, non dovrebbero essere soggetti ad un trattamento differenziato. Ne consegue che, a titolo esemplificativo, dovrebbero essere in ogni caso esclusi dall'elenco 2 i FIA, sia



aperti sia chiusi, che hanno un'esposizione complessiva calcolata con il metodo degli impegni non superiore a due. Similmente, dovrebbero altresì essere esclusi anche i FIA immobiliari le cui caratteristiche non sembrerebbero avere alcun "elemento di complessità".

2.4 La c.d. consulenza "evoluta". Con riguardo al profilo relativo al servizio di consulenza evoluta si osserva che: (i) la condizione del controllo della concentrazione, prevista negli obblighi relativi alla valutazione di adeguatezza di portafoglio e valutazione multivariata, è sempre soddisfatta per gli UCITS, anche strutturati, essendo il prodotto sottoposto a obblighi di diversificazione; (ii) non è necessario il requisito dell'ampia gamma di prodotti "di terzi" per qualificare come evoluta la consulenza, essendo sufficiente un'adeguata diversificazione di prodotti propri.

Il Direttore Generale