

# Studio Legale Crocenzi e Associati

Lungotevere degli Altoviti, 1  
00186 Roma

Tel. +39/0680 91291 | Fax +39/0680 72477

Ufficio di Milano

Via Monte di Pietà, 21  
00121 Milano

Tel. +39/02 8633 7317 | Fax +39/02 8633 7431

[crocenzifp@crocenzilex.com](mailto:crocenzifp@crocenzilex.com)

## Memorandum

Per: CONSOB – Divisione Intermediari

Data: 18 luglio 2014

Oggetto: Documento di Consultazione sulla distribuzione di prodotti complessi ai clienti *retail*

Spettabile Commissione,

nel ringraziare per l'opportunità offerta, si forniscono alcuni commenti sul Documento di Consultazione in oggetto..

Il presente documento si compone di una parte iniziale con osservazioni generali e su singoli punti del Documento di Consultazione e di una seconda parte con le risposte ai quesiti proposti da codesta Commissione.

I migliori saluti

STUDIO LEGALE CROCENZI E ASSOCIATI

Avv. Francesco P Crocenzi

## Introduzione

In generale, le finalità del Documento di Consultazione sono condivisibili e coerenti con l'intento di proteggere gli investitori al dettaglio dai potenziali danni patrimoniali che ad essi possono derivare dall'impiego delle loro risorse (*rectius*, risparmi) in strumenti o prodotti finanziari di cui non conoscono appieno le caratteristiche, le modalità di funzionamento e, soprattutto, i rischi.

Da un punto di vista della tecnica normativa, la delibera CONSOB che risulterà dall'esito della presente consultazione dovrebbe essere trasposta in modifiche ai Regolamenti che disciplinano le materie su cui le disposizioni del Documento di Consultazione andranno ad incidere, in primis il Regolamento Intermediari n. 16091 del 2007, come modificato, ma anche il Regolamento Emittenti n. 11971 del 1999, come modificato. Ciò per evitare disallineamenti tra le disposizioni dei suddetti Regolamenti ed altre decisioni di codesta Commissione.

Ciò premesso, lo scrivente intende soffermare la propria attenzione su alcuni aspetti del Documento di Consultazione, relativi: (i) agli strumenti finanziari di cui ai due elenchi in esso contenuti, e (ii) alle esenzioni dal rispetto delle prescrizioni del Documento di Consultazione come indicate nel riquadro alla pagina 8 dello stesso.

Successivamente, sulla base delle osservazioni formulate, si indicheranno le risposte ai quesiti formulati da codesta Commissione alla fine del Documento di Consultazione.

## Elenchi dei Prodotti Finanziari

Con riferimento all'Elenco Prodotti Finanziari 1 (nel seguito, "Elenco 1"), appare opportuno specificare, per quanto riguarda la categoria dei "prodotti finanziari, ad esclusione degli OICR, incorporanti quattro o più componenti derivative", se per "componente derivativa" si debba intendere un singolo strumento/contratto finanziario derivato "confezionato" come tale, a prescindere dal fatto che a sua volta sia complesso (e cioè che abbia al suo interno più meccanismi di calcolo basati su diversi sottostanti), ovvero il numero totale di componenti derivative (ognuna con il proprio meccanismo di calcolo) effettivamente contenute nello strumento finanziario, senza tener conto del fatto che siano o meno "confezionate" in singoli contratti derivati. Ad esempio, se un singolo derivato incorporato in uno strumento finanziario ha a sua volta il proprio valore determinato in base a cinque variabili sottostanti che sono state considerate nella sua strutturazione, questo prodotto è adatto agli investitori al dettaglio o no?

Inoltre, lo scrivente ritiene che non tutte le componenti derivative siano uguali, nel senso che i citati meccanismi di calcolo possono essere più o meno complessi. Ne consegue che uno strumento finanziario che incorpori, ad esempio, cinque derivati ognuno basato in modo *long only* e senza leva su un indice di borsa europeo dovrebbe essere considerato meno "complesso" di uno strumento derivato che presenta un singolo meccanismo di calcolo basato su un algoritmo di elevata complessità.

Pertanto, la proposta è di considerare come ratio per il calcolo delle componenti derivative il numero effettivo di meccanismi di determinazione del rendimento presenti nello strumento finanziario, indipendentemente dal numero di contratti derivati formali in cui sono confezionati, ma

di non tenere conto per tale calcolo dei meccanismi derivati più semplici, la cui determinazione dovrebbe essere indicata in un elenco elaborato dalla CONSOB.

Le considerazioni che precedono si applicano naturalmente anche alla categoria corrispondente dell'Elenco Prodotti Finanziari 2 (nel seguito, "Elenco 2"), avente ad oggetto gli strumenti finanziari incorporanti tre componenti derivative.

Con riferimento all'Elenco 2, si manifestano alcune perplessità sulla possibilità – specie per una fonte sub-legislativa – di introdurre limitazioni o condizioni di qualsiasi tipo all'offerta di prodotti armonizzati. Ciò vale soprattutto per i prodotti esteri, per i quali una Direttiva prescrive la libera circolazione a tutti gli investitori una volta completata la procedura di notifica applicabile.

Ci riferiamo agli "UCITS 'strutturati' come definiti dall'art. 36 del Regolamento UE n. 583/2010" indicati nell'Elenco 2. Al riguardo, la Direttiva 2009/65/CE in materia di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari ("Direttiva OICVM") prevede all'articolo 91, comma 2 che, in relazione all'offerta in uno Stato membro diverso da quello di origine, non possono essere imposti "obblighi aggiuntivi" "nelle materie disciplinate dalla Direttiva OICVM. Se da un lato non vi è dubbio che le prescrizioni di cui all'Elenco 2 siano "obblighi aggiuntivi", la "alterità" di tali prescrizioni rispetto alle materie disciplinate dalla Direttiva OICVM (che ne consentirebbe l'adozione ai sensi dell'ultima parte dell'ultima parte del comma 2 dell'articolo 91) non è affatto scontata, atteso l'inscindibile legame e le necessarie interazioni – più volte messe in evidenza dall'ESMA nelle Opinions alla base del Documento di Consultazione - tra una norma che disciplina la costruzione di un prodotto (come la direttiva OICVM) e quella che ne disciplina la distribuzione (come la direttiva MiFID).

Assumendo invece che sia possibile introdurre limitazioni alle modalità di distribuzione degli "UCITS 'strutturati'", è necessario dare una definizione chiara ed inequivocabile di cosa essi siano e, soprattutto, quando siano rilevanti per le materie disciplinate dal Documento di Consultazione.

La questione non è di poco conto in quanto come noto esiste un segmento del mercato ETPplus di Borsa Italiana denominato "mercato degli OICR aperti strutturati", in cui sono quotate decine di OICR armonizzati e che pertanto, se non altro da un punto di vista meramente terminologico, potrebbe dare luogo a dubbi interpretativi.

Sul punto, il Documento di Consultazione rimanda alla definizione di cui all'articolo 36 comma 1, seconda parte, del Regolamento 583/2010 della Commissione, che contiene il criterio del pay-off "a certe date prestabilite". Questa connotazione si applicherebbe quindi solo al rendimento di prodotti oggetto di sottoscrizioni e rimborsi direttamente presso l'emittente, e non anche a quelli trattati con acquisti e vendite sul "mercato secondario", l'ETF plus; tuttavia, ai fini di una maggiore chiarezza anche terminologica, potrebbe essere opportuno o escludere dalle restrizioni gli armonizzati "strutturati" oggetto di transazioni sul mercato secondario o limitare la categoria ai fondi c.d. "a formula" come più volte definiti, ad esempio, dalla Banca d'Italia.

Anche per quanto riguarda i "prodotti finanziari, ad esclusione degli UCITS, con leva maggiore di 1", le prescrizioni di cui al Documento di Consultazione potrebbero creare problemi per taluni prodotti quotati su Borsa Italiana in mancanza di maggiore precisione in relazione alle esenzioni di cui alla pagina 8 del Documento di Consultazione, come si vedrà nel paragrafo successivo.

Prima di far ciò, è necessario palesare alcuni dubbi in merito ai rimedi proposti per tutelare gli investitori in caso di distribuzione dei prodotti complessi di cui all'Elenco 2, e cioè la c.d.

“consulenza evoluta”. Tale modalità non corrisponde ad alcuna fattispecie normativa, ma soprattutto, per come dovrebbe essere usata nelle intenzioni del Documento di Consultazione, si presta ad essere considerata come una forma anomala di collocamento, caratterizzata da obblighi di informativa pre-vendita e di assistenza post-vendita più accentuati. Se così fosse, si perderebbe la caratteristica fondamentale della consulenza almeno come è connotata oggi – e cioè indipendente – cercando al contrario di anticipare ad oggi una parte della consulenza “non indipendente” della MiFID 2 per la quale gli operatori non sembrano ancora attrezzati.

Ciò premesso, potrebbe essere più appropriato fare riferimento non ad una “consulenza evoluta”, ma ad un “collocamento rafforzato” in cui il collocatore<sup>1</sup>, abbia obblighi aggiuntivi in materia di informativa e profilatura dell’investitore e il potere di bloccare operazioni non idonee: a ben vedere, si tratterebbe semplicemente di svolgere la verifica di adeguatezza (invece dell’appropriatezza) per il collocamento di prodotti finanziari complessi nei confronti degli investitori al dettaglio.

### Esenzioni dal rispetto degli obblighi di cui al Documento di Consultazione

Per quanto riguarda le esenzioni, le scelte di fondo appaiono condivisibili.

Tuttavia, la terminologia di quella relativa 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 a una determinata *trading venue* utilizzando l’infrastruttura e l’identificativo dell’intermediario stesso” è suscettibile di miglioramenti ed estensioni per garantire in modo completo l’esenzione dagli obblighi del Documento di Consultazione a favore degli strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati o MTF italiani.

In particolare, il riferimento al solo servizio di “esecuzione di ordini” (corrispondente alla vecchia “negoziazione per conto terzi”) dovrebbe essere integrato con la “ricezione e trasmissione di ordini” e la “negoziazione per conto proprio”. Inoltre, il riferimento a contratti che “consentano” la trasmissione elettronica di ordini non appare necessario nella misura in cui tale modalità sia solo una possibilità.

### Risposte alle 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?***

Atteso che il fine ultimo del controllo dei prodotti complessi è di limitare i rischi patrimoniali degli investitori al dettaglio (anche se codesta Commissione ha correttamente evidenziato che non vi è corrispondenza biunivoca tra complessità e rischiosità), appare evidente che tutti gli strumenti finanziari che offrono una garanzia di restituzione del capitale prestata da intermediari come Banche e altri intermediari soggetti a regolamentazione e vigilanza prudenziale da parte di Autorità di vigilanza comunitarie possono sì essere complessi, ma presentano dei rischi patrimoniali relativamente ridotti e sicuramente inferiori a quelli di

---

<sup>1</sup> Il cui diritto ad essere remunerato dall’emittente dello strumento finanziario complesso non è revocabile in dubbio, al contrario della consulenza.

prodotti non “complessi” ma neanche garantiti. Da qui la proposta di escludere dall’ambito di applicazione della disciplina dei prodotti complessi gli strumenti finanziari che offrono una garanzia di restituzione del capitale prestata da una entità soggetta a regolamentazione e vigilanza prudenziale da parte di Autorità di vigilanza comunitarie.

Per quanto riguarda la possibilità di inserire altri strumenti complessi, le considerazioni sul rischio patrimoniale svolte *supra* inducono a soffermare l’attenzione su quei prodotti, complessi o meno, per i quali non è assolutamente chiara la priorità dei portatori dello strumento nelle distribuzioni delle attività acquisite dall’emittente con le risorse investite dai suddetti portatori. In altri termini, possono esistere ordinamenti giuridici diversi da quello italiano che, ad esempio, in caso di distribuzione di proventi o di liquidazione delle attività possedute da un veicolo danno la priorità ai creditori od ai promotori del veicolo, permettendo ai portatori di quote/azioni di rivalersi solo dopo la soddisfazione dei primi.

In ultima analisi, quindi, si tratta di assicurare il rispetto del principio basilare dell’ordinamento italiano costituito dalla separatezza patrimoniale di cui all’articolo 22 del TUF.

- 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?***

Sì, a condizione che per “componente derivativa” si intenda un singolo meccanismo di calcolo e che taluni meccanismi più semplici siano esclusi dal conteggio (si veda *supra*, pagg. 2 e 3).

- 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?***

Sì, si veda la risposta precedente e *supra* alle pagg. 2 e 3.

- 4) ***Ritenete opportuna l’inclusione negli elenchi anche dei prodotti “gestiti” quali polizze assicurative e/o OICR (questi ultimi ove non già specificamente previsti)?***

Atteso che questi prodotti sono collocati e gestiti da entità soggette a regolamentazione e vigilanza prudenziale, non si ritiene opportuno inserirli negli elenchi per evitare duplicazioni di disciplina se non addirittura contraddittorietà delle disposizioni applicabili o conflitti di competenze tra Autorità di vigilanza (es. IVASS).

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

Ad avviso dello scrivente, il servizio di “consulenza evoluta” non dovrebbe al momento essere considerato in quanto privo di riscontri normativi ed incompatibile con l’aspetto dell’indipendenza insito nel concetto di “consulenza” (si veda *supra*, pagg. 3 e 4).

Diversamente, si propone di considerare il servizio di collocamento introducendo una

variante “rafforzata” dello stesso caratterizzata da un esame di adeguatezza piuttosto che di appropriatezza, e ciò anche in assenza di abbinamento con un rapporto di consulenza.

- 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?***

Sì. Si vedano i commenti a pag. 4 nel paragrafo “Esenzioni dal rispetto degli obblighi di cui al Documento di Consultazione”.

- 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?***

Una prima categoria potrebbe essere quella dei clienti al dettaglio aventi i requisiti per essere considerati “clienti professionali su richiesta” di cui al Paragrafo II dell’Allegato 3 al Regolamento CONSOB n. 16190 del 29 ottobre 2007 in materia di Intermediari (“Regolamento Intermediari”). Tuttavia, l’esistenza di tali requisiti dovrebbe essere riconosciuta dall’intermediario che distribuisce i prodotti complessi e formalizzata per iscritto.

Per delineare un’altra categoria di clienti al dettaglio che potrebbe essere esentata dalle restrizioni sulla distribuzione di prodotti complessi si può inoltre fare riferimento agli investitori non professionali che possono sottoscrivere parti di Fondi di Investimento Alternativi (“FIA”) “riservati” come individuati nel progetto di Decreto del Ministro per l’Economia e le Finanze (“MEF”) in attuazione del TUF modificato per recepire la direttiva sui gestori di FIA.

A tale riguardo, vengono previsti limiti minimi di investimento, una dichiarazione scritta in merito alla consapevolezza dei rischi e la sospensione dell’efficacia del contratto per esercitare il diritto di recesso. Tenuto conto che il limite minimo previsto dalla bozza di decreto del MEF è sicuramente troppo alto (500.000 Euro) e che la sospensione non è spesso compatibile con le modalità di distribuzione di prodotti complessi, la categoria di investitori al dettaglio esentabili dalla disciplina della distribuzione di prodotti complessi potrebbe essere individuata in investitori non professionali che (i) investono almeno Euro 100.000 per singola transazione (importo corrispondente a quello di cui all’art. 34-ter del Regolamento Emittenti in materia di esenzione dall’obbligo di prospetto) e che (ii) hanno sottoscritto una dichiarazione di consapevolezza in merito ai rischi dell’investimento in prodotti complessi.

- 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?***

No, le modalità indicate nel Documento di Consultazione appaiono sufficienti.

- 9) ***La pubblicità da parte degli intermediari sulle modalità di adesione può costituire un***

***incentivo alla riduzione della complessità della gamma prodotti?***

Non si è in grado di esprimere una posizione precisa.

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

Si vedano le considerazioni svolte alle pagine 2 e 3, paragrafo “Elenchi dei Prodotti Finanziari” in relazione alle limitazioni alla distribuzione di “UCITS Strutturati”.