



CONSEGNATO ALLA CONSOB

23 LUG 2014

in data.....

del Sig. *M. Melli*.....

RICEVUTO DA *J*.....

*- D W*

Milano, 21 luglio 2014

Commissione Nazionale per le Società e la Borsa

Divisione Intermediari

Via Broletto n. 7

20121 MILANO

CONSOB

Prot. 0061670/14

del 23/07/2014



Oggetto: Osservazioni al "Documento di consultazione sulla distribuzione di prodotti complessi ai clienti *retail*" del 28 maggio 2014

Spettabile Commissione,

il nostro Studio è grato per l'opportunità di poter commentare il "Documento di consultazione sulla distribuzione di prodotti complessi ai clienti *retail*", pubblicato in data 28 maggio 2014 (il "Documento di Consultazione" o il "Documento").

Nel condividere gli obiettivi perseguiti con il Documento di Consultazione, riportiamo di seguito le nostre osservazioni al testo del Documento ed ai quesiti ivi contenuti, al fine di richiamare l'attenzione di codesta Commissione su alcuni aspetti che riteniamo di particolare interesse e che, a nostro avviso, potrebbero richiedere qualche approfondimento (le "Osservazioni").

Nel formulare le nostre Osservazioni, abbiamo tenuto conto delle esigenze di armonizzazione della disciplina italiana con la normativa e la prassi di riferimento comunitaria, nella prospettiva di concreta attuazione di un *level playing field* comunitario, rispetto al quale l'Italia possa rappresentare un mercato appetibile per gli investitori al pari dei mercati di altri Stati membri.

Lieti di aver potuto condividere con codesta spettabile Commissione le nostre riflessioni su una disciplina che riveste una notevole rilevanza, rimaniamo a disposizione per ogni ulteriore chiarimento o approfondimento doveste ritenere opportuno ed appropriato.

Con osservanza,

*[Signature]*  
Studio Legale Riolo Calderaro Crisostomo e Associati

Osservazioni al documento di consultazione sulla Distribuzione di Prodotti Complessi ai Clienti  
Retail del 28 maggio 2014

L'iniziativa di codesta rispettabile Commissione (la "CONSOB") riprende e sviluppa alcune linee interpretative già fatte proprie dalla stessa CONSOB e dalla *European Securities and Markets Authority* ("ESMA") nelle *opinion*, citate nello stesso Documento di Consultazione, denominate "*MiFID practices for firms selling complex products*" pubblicata il 7 febbraio 2014 ("**Opinion 1**") e "*Good practices for product governance arrangements*" pubblicata in data 27 marzo 2014 ("**Opinion 2**").

A tal proposito, lo Studio scrivente ritiene che il rafforzamento della tutela del risparmio, con particolare attenzione all'offerta e al collocamento di strumenti finanziari più complessi alla clientela al dettaglio, c.d. *retail*, sia interesse comune di tutti gli operatori di mercato, in quanto strumento per tutelare l'efficienza e l'integrità del mercato stesso.

Tuttavia, in via preliminare alla disamina dei singoli aspetti specifici e di dettaglio del Documento di Consultazione, ci pare opportuno evidenziare alcuni elementi di problematicità di carattere più generale dalla cui valutazione e soluzione dipende a nostro avviso l'intero impianto della consultazione.

- 1. Valutare se l'emanazione di una comunicazione costituisca il mezzo giuridico idoneo per derogare, anche solo interpretativamente, alla vigente normativa italiana e comunitaria.**

La vigente normativa italiana e comunitaria non contiene un divieto *tout court* di distribuzione dei prodotti finanziari contenuti nell'"elenco prodotti finanziari 1" di cui a pagina 6 del Documento di Consultazione (l'"Elenco").

In applicazione della vigente normativa, l'intermediario che distribuisca tali prodotti è tenuto ad una accurata profilatura del cliente al dettaglio. Solo nei casi in cui ciò si renda necessario od opportuno alla luce delle risultanze della propria attività di verifica dell'appropriatezza o dell'adeguatezza, l'intermediario dovrà concludere che un certo strumento finanziario non possa essere collocato o venduto ad un cliente. Le variabili che l'intermediario è tenuto a considerare sono molteplici e solo la lettura congiunta dei risultati di tali analisi può condurre a tale decisione.

La comunicazione oggetto di consultazione parrebbe invece, salvo equivoci interpretativi da parte nostra, precludere ad una raccomandazione rivolta a tutti gli intermediari di astenersi dal distribuire i prodotti finanziari contenuti nel suddetto elenco a qualsiasi cliente *retail* a prescindere da ogni ulteriore approfondimento che l'intermediario abbia condotto o intenda condurre, essendovi peraltro tenuto per legge.

In tal modo, una fonte non avente contenuto precettivo verrebbe a sovrapporsi ad una scelta del legislatore. Più che precludere la distribuzione di prodotti finanziari in ragione delle loro complessità, il legislatore pone presidi al processo di vendita o collocamento. Un divieto che prescindendo dall'applicazione delle regole di condotta, sembra, a nostro avviso, andare oltre il dettato della normativa primaria, ponendosi in conflitto con essa.

In altre parole, ove venisse adottata una comunicazione che obbligasse a non collocare certi strumenti alla clientela *retail* a prescindere da una effettiva e concreta valutazione caso per caso dei profili di appropriatezza e, ove necessario, adeguatezza dell'investimento, si porrebbe in essere una vera e propria *interpretatio abrogans* delle norme italiane e comunitarie applicabili.

Sul punto, ci preme in ogni caso ribadire che l'intento delle nostre osservazioni non vuole essere quello di ridurre o limitare i presidi a tutela della clientela *retail* già vigenti nell'ordinamento comunitario e nazionale, quanto piuttosto di suggerire il ricorso a strumenti di tutela che non comportino il divieto *tout court* di distribuzione di certi prodotti finanziari alla clientela *retail*.

**2. Valutare se la raccomandazione generalizzata a non distribuire determinati prodotti finanziari ai clienti *retail* realizzi gli obiettivi voluti dal, e sia in linea con, l'ordinamento comunitario**

Come osservato nel punto precedente, le norme comunitarie e quelle nazionali di recepimento paiono poggiare sulla necessità di una valutazione concreta caso per caso del profilo dell'investitore e delle caratteristiche dello strumento finanziario, ai fini della valutazione di appropriatezza e adeguatezza dell'investimento.

Il Documento di Consultazione, invece, sembra suggerire che, con riferimento ad alcuni prodotti finanziari - giova ricordarlo, identificati non in dettaglio ma per macro-categorie - la valutazione venga effettuata ex ante da CONSOB la quale, nel raccomandare di astenersi dalla distribuzione di tali prodotti, sembra quasi volersi sostituire all'intermediario, indicando, più che una regola di condotta, un risultato necessario dell'applicazione delle regole di condotta. Tale risultato necessario prescinderebbe del tutto da una valutazione delle concrete circostanze oggettive e soggettive dell'investimento, contraddicendosi, in tal modo, le modalità con le quali il sistema delle regole di condotta voluto dal legislatore comunitario dovrebbe concretamente essere applicato dagli funzionari.

Se i contenuti del Documento di Consultazione venissero trasposti in una comunicazione, si finirebbe, nella sostanza, per esentare l'intermediario dal condurre le valutazioni di appropriatezza e adeguatezza dell'investimento in certi prodotti finanziari, pre-identificati da CONSOB, in quanto l'esito di tali valutazioni sarebbe comunque irrilevante.

Non ci pare possibile che alla valutazione dell'intermediario possa sostituirsi la valutazione dell'Autorità di vigilanza, senza snaturare il sistema di tutela degli investitori delineato dal legislatore comunitario.

Si noti peraltro, che neanche le citate opinion di ESMA si spingono fino a raccomandare di non distribuire in toto alcuni prodotti alla clientela al dettaglio. Tali opinion raccomandano che siano effettuate tutte le più opportune verifiche in relazione a ciascun investitore, individualmente considerato, e, solo ad esito di tali verifiche, sia eventualmente deciso se procedere o meno con il collocamento o la vendita dello strumento finanziario.

Anzi, sembrano deporre in senso contrario a quanto postulato nel Documento di Consultazione anche diversi documenti interpretativi delle norme in questione che, all'opposto, raccomandano

l'effettuazione di verifiche tanto più approfondite, quanto più è complesso il prodotto finanziario oggetto della proposta di investimento, e ciò proprio perché l'esito di tali valutazioni e approfondimenti non è scontato, né predefinito.

A tal fine vale il caso di ricordare come il punto 33 dell'Orientamento ESMA 387 del 25 giugno 2012 su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della direttiva MiFID riporti che *"nel fornire accesso a strumenti finanziari complessi o rischiosi, ad esempio, le imprese di investimento dovrebbero valutare attentamente la necessità di raccogliere informazioni più approfondite sul cliente rispetto alle informazioni che raccoglierebbero in caso di strumenti meno complessi o rischiosi. In tal modo, le imprese possono valutare la capacità del cliente di comprendere e sostenere finanziariamente i rischi connessi a tali strumenti"*.

Analogamente, le Linee Guida ABI per l'applicazione degli Orientamenti ESMA concernenti alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza prescritti dalla MiFID illustrano come *"relativamente agli strumenti finanziari complessi o particolarmente rischiosi e/o illiquidi gli intermediari dovrebbero valutare attentamente la necessità di raccogliere informazioni più approfondite, ad esempio formulando domande con riferimento alla conoscenza ed esperienza in merito a tali tipologie di prodotti sulla base anche di quanto indicato dalle Linee Guida interassociative sui prodotti illiquidi in tema di valutazione di appropriatezza"*. Sempre le Linee Guida ABI, al punto 33, sottolineano come *"nel fornire accesso a strumenti finanziari complessi o rischiosi, ad esempio, le imprese di investimento dovrebbero valutare attentamente la necessità di raccogliere informazioni più approfondite sul cliente rispetto alle informazioni che raccoglierebbero in caso di strumenti meno complessi o rischiosi"*.

- 3. Valutare l'opportunità di mantenere l'armonizzazione, anche in sede interpretativa, tra le norme italiane e quelle comunitarie per evitare arbitraggi normativi fra Stati membri su prodotti finanziari identici.**

Ci pare prioritario assicurare che le regole applicabili al mercato italiano siano in linea con gli standard europei, con l'obiettivo di contribuire a creare un mercato unico. Qualora l'autorità di vigilanza, seppure in via interpretativa o di semplice raccomandazione, introducesse obblighi o divieti non in linea con la normativa comunitaria né con la prassi di riferimento, il mercato italiano, anziché armonizzarsi con i mercati degli altri Stati membri, costituirebbe un *unicum* e presterebbe il fianco a possibili arbitraggi normativi su prodotti finanziari identici.

\*\*\*

Qualora codesta rispettabile Commissione ritenga superabili le osservazioni preliminari dianzi formulate, siamo a proporre alcune ulteriori osservazioni, più specificamente indirizzate al contenuto di dettaglio del Documento di Consultazione, seguendo l'ordine dei quesiti formulati da codesta Autorità 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*?**

Si ritiene che sia preferibile utilizzare la medesima nozione di complessità che si ricava dal dettato della Direttiva 2004/39/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 21 aprile 2004 (MiFID) e della

direttiva 2006/73 della Commissione del 10 agosto 2006 (Direttiva 2006/73), al fine di evitare una disarmonia fra il diritto italiano e quello comunitario. A tal fine richiamiamo la definizione di “prodotti non complessi”, contenuta nell’articolo 19, comma 6, primo trattino della MiFID, nell’Allegato I della stessa e nell’articolo 38 della Direttiva 2006/73.

Si evidenzia inoltre come, sulla base delle argomentazioni svolte in precedenza, l’interpretazione della definizione di “complessità” non possa derogare al dato normativo vigente.

In aggiunta a quanto sopra giova riprendere una considerazione che CONSOB inserisce in nota al Documento, ma che merita di valere quale criterio ermeneutico dell’intera disciplina della complessità dei prodotti finanziari, secondo cui la complessità del prodotto e la sua rischiosità sono due elementi distinti e non perfettamente sovrapponibili.

In aggiunta a quanto sopra si richiama l’attenzione dell’Autorità sul fatto che le raccomandazioni accennate nel Documento comporterebbero, altresì, rilevanti ed onerose ricadute procedurali ed organizzative sugli intermediari. Tale impatto sarebbe in particolar modo elevato con riferimento all’operatività sul mercato secondario, data la varietà di prodotti finanziari che possono essere distribuiti e la pluralità di piattaforme di negoziazione.

**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 non sembra essere necessariamente legato al numero di componenti derivative di cui è composto.

Al contrario, ci pare che occorra valutare se sia davvero opportuno includere nell’Elenco prodotti finanziari incorporanti quattro o più componenti derivative, prescindendo dagli effetti che ciascuna componente produce sul *payout* dello strumento finanziario, ovvero piuttosto chiarire che le componenti derivative vengono computate solo qualora limitino i rendimenti di un titolo e non quando proteggano in tutto o in parte l’investimento del portatore.

Anche sotto questo profilo, si nota che l’approccio standardizzato, in base al quale non sono effettuate valutazioni specifiche caso per caso, non opera necessariamente a favore e a tutela dell’investitore *retail*. Qualora codesta spettabile Commissione volesse ritenere che la complessità di un prodotto finanziario dipenda da un criterio quantitativo e non qualitativo, come il numero di componenti derivative, occorrerebbe, a nostro avviso, operare una distinzione fra le componenti derivative che operano a favore dell’investitore (*floor*, *global floor*, opzione *memory*, opzione *best of* ed altre) e le componenti derivative che riducono il rendimento del titolo (*cap*, *global cap*, opzione *worst of*, ed altre), considerando in tale computo soltanto le seconde.

**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?**

Non rientra nella nostra competenza valutare se la compresenza di quattro (ovvero di un diverso numero di) componenti derivative possa effettivamente rendere il prodotto "complesso", auspichiamo che sia affidata all'intermediario la valutazione caso per caso del profilo di ciascun cliente al dettaglio in funzione delle concrete caratteristiche del prodotto, in applicazione della disciplina di settore.

**4. 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?**

Coerentemente con quanto sopra indicato con riferimento all'opportunità che sia lasciata all'intermediario la valutazione caso per caso di appropriatezza/adequatezza, non ci pare possibile identificare *ex ante* categorie di investitori al dettaglio nei cui confronti inibire la distribuzione di prodotti finanziari.

**5. Ritenete di formulare ulteriori osservazioni su altri aspetti del presente documento?**

Proponiamo di seguito alcune osservazioni relative ad alcune categorie specifiche di prodotti contenute nell'Elenco.

- *Si ritiene che l'Elenco non debba includere i prodotti finanziari offerti in opzione agli azionisti, in quanto contenenti clausole che prevedano la conversione al verificarsi di determinate condizioni o su iniziativa dell'emittente.*

A tal proposito, si nota come alcuni emittenti (per lo più bancari) abbiano in passato offerto strumenti finanziari convertibili in azioni, in cui la conversione è legata al verificarsi di determinate condizioni ovvero all'iniziativa dello stesso emittente (si pensi agli strumenti c.d. *soft mandatory*).

Precludere l'offerta di tali strumenti agli azionisti, almeno nei limiti del rapporto di opzione e del diritto di prelazione rispetto all'inoptato previsto dall'art. 2441, comma 2, c.c., non sembra compatibile con i diritti amministrativi degli stessi azionisti. Inoltre, si priverebbero gli emittenti della flessibilità consentita dalle operazioni in opzione con riferimento al prezzo dello strumento. La necessità per un emittente di escludere il diritto di opzione non consentirebbe operazioni a sconto rispetto ai valori di mercato delle azioni e ciò potrebbe precludere l'accesso al mercato degli investitori *equity-linked*. Specie per gli emittenti bancari, tale limitazione potrebbe risultare particolarmente pesante, in considerazione delle esigenze di rafforzamento patrimoniale che interessano il settore.

Qualora non si intendesse eliminare tali prodotti dall'elenco in questione, sarebbe opportuno quanto meno che codesta spettabile Commissione introducesse una apposita esenzione per i prodotti offerti in opzione ovvero ancora, laddove venisse confermata anche nel testo definitivo l'esenzione legata alla prestazione del servizio di investimento di esecuzione ordini, che tali offerte in opzione presuppongono la prestazione di tale servizio da parte dell'intermediario.

- *Si ritiene che l'Elenco non debba includere i prodotti finanziari offerti ai dipendenti nel contesto di piani di investimento ad essi destinati, emessi da soggetti terzi e aventi come sottostante azioni, indici o altri strumenti finanziari del, o relativi al, datore di lavoro.*

Un datore di lavoro potrebbe mettere a disposizione dei propri dipendenti, come strumenti alternativi di remunerazione, piani di investimento in cui siano offerti strumenti finanziari emessi da soggetti terzi, ma aventi come sottostante le azioni dello stesso datore di lavoro ovvero indici o altri strumenti finanziari ad esso relativi.

In tal caso, l'offerta al dipendente avviene nel contesto del rapporto di lavoro, integrando una modalità di remunerazione alternativa. Nella prassi, si è assistito a operazioni in cui, per il tramite dell'offerta di strumenti finanziari emessi da terze parti, si consente al dipendente di valorizzare una componente della sua remunerazione. Ad esempio, al dipendente potrebbero essere attribuite azioni del datore di lavoro, da investire in un piano di investimento che consente la protezione del valore originario delle azioni assegnate più una componente di remunerazione, con la possibilità di partecipare all'apprezzamento delle stesse azioni mediante una leva finanziaria. La realizzazione del profilo finanziario necessario per assicurare al dipendente la protezione, la remunerazione e la partecipazione all'apprezzamento presuppone che lo strumento finanziario offerto al dipendente incorpori componenti derivative e possa ricadere nell'Elenco.

In relazione a tali situazioni, la causa giuslavoristica prevale rispetto alla causa relativa alla prestazione del servizio di investimento.

Specie quando il piano è rivolto alla generalità dei dipendenti ovvero ad intere categorie degli stessi, risulterebbe difficile, sul piano del temperamento degli interessi in gioco, discriminare i dipendenti in funzione del loro profilo di investitori in strumenti finanziari ovvero precludere al datore di lavoro l'adozione di uno schema specifico solo perché lo stesso possa considerarsi complesso ai sensi della disciplina che potrebbe conseguire al Documento di Consultazione, costituirebbe una significativa e ingiustificata limitazione.

Si ritiene, pertanto, che, per i piani destinati ai dipendenti, il Documento di Consultazione non dovrebbe trovare applicazione.

- *Si ritiene che l'Elenco non debba includere i prodotti finanziari credit linked nei casi in cui svolgano funzioni di copertura dal rischio emittente assunto da un cliente-azionista.*

Non pare potersi escludere a priori che un investitore, già titolare di azioni ordinarie di una determinata società emittente, possa avere un interesse finanziariamente apprezzabile e giuridicamente meritevole di tutela alla distribuzione di prodotti finanziari *credit linked* legati alla solvibilità della medesima società emittente.

Anche in questo caso ci parrebbe molto più opportuno demandare al singolo intermediario la valutazione circa appropriatezza e adeguatezza di tale investimento con riferimento al singolo cliente *retail*, individualmente considerato, sulla base del proprio portafoglio (anche alla luce del tema della concentrazione). Laddove l'emananda comunicasse il principio espresso nel Documento di Consultazione, sarebbe di fatto impedito agli intermediari di suggerire - nell'ambito, ad esempio, di un rapporto di consulenza in essere con un cliente già portatore di azioni - un simile investimento anche qualora venisse ritenuto dall'intermediario appropriato e adeguato per tale cliente, in ragione di specifiche circostanze di fatto.

- *Si ritiene opportuno eliminare dall'Elenco prodotti finanziari con leva maggiore di 2 qualora tale leva finanziaria operi solo con riferimento al rendimento attivo del titolo e non operi nel senso di amplificare le perdite per l'investitore.*

L'inclusione della presente fattispecie nell'Elenco ci pare muova dall'assunto che un prodotto finanziario con leva maggiore di 2 debba necessariamente prevedere che la leva finanziaria operi sia nel senso di amplificare l'eventuale rendimento del titolo sia di amplificare le eventuali perdite. Tuttavia sono ipotizzabili strumenti finanziari – peraltro allo studio in questi giorni – in cui il meccanismo della leva finanziaria viene applicato esclusivamente a rendimenti positivi e non alle perdite o a rendimenti negativi. In tali ipotesi, per quanto certamente non comuni sul mercato, non ci pare che debba applicarsi alcuna preclusione alla distribuzione del titolo anche nei confronti di clienti *retail*.